

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

BRUNO LUIZ KARPSTEIN ROMANELLI

**A RACIONALIDADE ADJACENTE AOS INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO DA
COMPANHIA ABERTA CONTRA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL**

CURITIBA

2019

BRUNO LUIZ KARPSTEIN ROMANELLI

**A RACIONALIDADE ADJACENTE AOS INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO DA
COMPANHIA ABERTA CONTRA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Direito da Universidade Federal do Paraná, como requisito à obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Edson Isfer

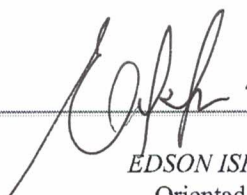
CURITIBA
2019

TERMO DE APROVAÇÃO

BRUNO LUIZ KARPSTEIN ROMANELLI

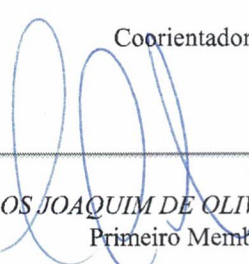
A RACIONALIDADE ADJACENTE AOS INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO DA COMPANHIA ABERTA CONTRA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção de Graduação no Curso de Direito, da Faculdade de Direito, Setor de Ciências jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

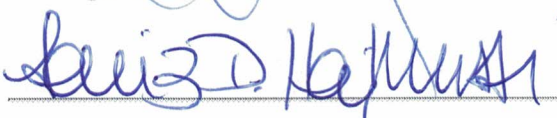


EDSON ISFER
Orientador

Coorientador



CARLOS JOAQUIM DE OLIVEIRA FRANCO
Primeiro Membro



LUIZ DANIEL HAJ MUSSI
Segundo Membro

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço conjuntamente aos meus pais por terem me proporcionado todas as oportunidades e condições para que eu estivesse aqui, nesta faculdade, escrevendo este trabalho. Nada disso teria sido possível sem o árduo trabalho de vocês ao longo de suas vidas. A vocês, devo tudo.

Individualmente, agradeço à minha mãe, Carla Karpstein, que, para além de ser a minha maior companheira e parceira de todos os dias e da vida, é minha maior fonte de inspiração, que sempre me apoiou em todas as minhas empreitadas e que sempre esteve à disposição para qualquer coisa que eu precisasse. Obrigado, mãe.

Agradeço ao meu pai, Luiz Cláudio Romanelli, por sempre ter me proporcionado o que precisei, por ter me dado uma educação de qualidade, inúmeros valores que levarei em minha vida pessoa e profissional e, também, por me dar orgulho de ser a pessoa extraordinária que você é. Obrigado, pai.

Agradeço à minha avó, Maria Isabel, por sempre estar preocupada com meu bem-estar, por me ouvir, me alimentar, e, como diversas vezes gosta de ressaltar, por me amar incondicionalmente. Obrigado, vó, e saiba que o sentimento é recíproco.

Agradeço à Clara Bonatto por tudo o que já passamos e por ser tão importante para mim, o que é quase impossível de se colocar no papel, mas, especialmente, por todo o incondicional apoio que me deu (e continua dando) em todos os dias da minha vida e por ter tido a paciência de aguentar todas as minhas reclamações – que não foram poucas – nos últimos meses. Obrigado, Clara.

Agradeço ao meu padrasto, João Paulo Bettega de Albuquerque Maranhão, por ter me dado meu primeiro estágio, ter sido meu primeiro chefe e, especialmente, por ter me entendido nos momentos em que eu externalizava meu estresse. Obrigado, Jota.

Agradeço à minha madrastra, Fabiana Campos, por todos os jantares, eventos e conversas e por ter sempre se colocado à disposição para qualquer coisa que eu precisasse. Obrigado, Fabi.

Agradeço à minha madrinha, Adriana Brehmer, e à minha prima, Yasmin Handar, por todo o apoio, festas, conversas e pela convivência que tivemos nos últimos anos. Obrigado, madrinha e prima.

Agradeço aos meus primos, Bruna e Ricardo Romanelli, que, em realidade, são irmãos para mim. Ter crescido com vocês foi um privilégio. Obrigado, Bru e Ri.

Agradeço aos amigos que a faculdade me trouxe e que permitiram que esses 5 longos anos de curso fossem um pouco mais fáceis, o que faço em nome de Mariana Valentim – a quem eu tenho infinita e interminável admiração e orgulho –, à Amanda Caroline e ao Luan Saltori, que se mostraram essenciais nesse longa caminhada que foi a faculdade, e à Raquel Carvalho.

Agradeço às amizades que sempre pude contar ao longo de toda a minha vida e que tenho certeza que sempre permanecerão, o que faço em nome de Carolina Martins, Helena Kaiss, Gabriela Maluf, Sandro Guedes e Barbara Blanch. Obrigado, amigos.

Agradeço ao Eduardo Morales e à Leticia Bonat por sempre me darem uma válvula de escape nos piores dias de estresse e cansaço, e por todas as infinitas histórias que temos para contar para o resto de nossas vidas. Obrigado, Du e Leticia.

Agradeço, também, a todos outros tantos amigos, alguns mais recentes e outros que já caminham comigo há tempos, como Isabela Maluf, Barbara Rubira, Giovanna Pinho, Roberta Hoshiguti, Virginia Bastos, Anna Stica, Hadla Zimmermann, Eduardo Halibozek, entre tanto outros. Obrigado, amigos.

Agradeço ao escritório vlm|a por ter me acolhido como uma família, me dar tantas oportunidades e ensinamentos e, nos dias que precederam à entrega deste trabalho, ter entendido minhas necessidades, agradecendo em especial a sempre brilhante e inspiradora equipe de Contratos, em nome de Bruna Bogucheski, Mariana Klimovicz, Douglas Vosgerau, Bruna Fedatto, Gabriel Vianna e Marina Almeida. Obrigado, vlm|a.

Por fim, agradeço ao meu orientador por todo o apoio que me deu para a realização deste trabalho e que possibilitou a sua concretização. Obrigado, Professor Isfer.

Si vis pacem, para bellum.

RESUMO

Tem-se previsão, no ordenamento jurídico brasileiro, das ofertas públicas de aquisição (OPA), especialmente aqueles que visam à alienação de controle, por meio da qual um adquirente interessado na companhia realiza oferta para a aquisição de determinado número de ações, visando à tomada de seu controle. Em sendo a OPA realizada com o intuito de adquirir uma quantidade de ações tal que permita, efetivamente, a troca de controle, e em havendo resistência da sociedade quanto à aquisição, tem-se a denominada OPA hostil. Caso a companhia-alvo se encontre diante de uma OPA hostil, existem diversos instrumentos de proteção que pode acionar – estatutários, contratuais e institucionais – para coibir ou, ao menos, retardar, a tentativa de tomada de controle. O presente trabalho visa à análise, então, dos referidos instrumentos de proteção, assim como de conceitos intrínsecos ao tema, como a ideia de poder de controle dentro de uma companhia aberta, que não necessariamente representa a máxima “metade mais um” no que tange ao percentual de ações à disposição do acionário controlador, assim como um panorama de todas as modalidades existentes de oferta pública de aquisição, nos termos de diversos diplomas legais, notadamente a Lei Federal n. 6.404/76 e a Instrução CVM n. 361/02. Passa-se, então, especificamente às OPAs hostis e aos mecanismos atualmente existentes para que a companhia se defenda. De mesmo modo, adentra-se nas teorias que explicam a razão por trás da existência das companhias e, em verdade, o qual é o objeto tutelado ao se bloquear uma tentativa de aquisição de uma companhia. Por fim, busca-se, por meio do presente trabalho, trazer um panorama atualizado e completo dos instrumentos de proteção das companhias abertas contra OPAs hostis dentro da realidade jurídico-institucional brasileira, assim como explicar qual é a racionalidade adjacente por trás de tais mecanismos.

Palavras-chave: 1. Companhia Aberta 2. Oferta Pública de Aquisição Hostil 3. Tomada de Controle 4. Instrumentos de Proteção

ABSTRACT

The Brazilian legal system provides for takeover bids, especially those aimed at purchasing a corporation's control, whereby an acquirer interested in the company makes an offer to acquire a certain number of shares, aiming at taking its control. Since the takeover bid is carried out in order to acquire a number of shares that effectively allows the takeover, and if there is resistance from the company regarding the takeover, there is the so-called hostile takeover bid. If the target company is faced with a hostile takeover bid, there are several protection instruments that it can employ – statutory, contractual and institutional – to curb or at least delay the takeover attempt. The present work aims at analyzing, thus, the referred protection instruments, as well as intrinsic concepts to the subject, such as the idea of control within a corporation, which does not necessarily represent the idea of “half plus one” regarding the percentage of shares available to the corporation's controller, as well as an overview of all the existing public tender offers, under the terms of various legal acts, notably Federal Law n. 6.404/76 and the CVM Instruction n. 361/02. It is then specifically turned to hostile takeover bids and the existing mechanisms for the company to defend itself. Likewise, it goes into the theories that explain the reason behind the existence of companies and, hence, which is the object protected by blocking an attempt to acquire a company. Finally, this paper seeks to provide an updated and complete overview of the instruments of protection of publicly traded corporations against hostile takeover bids within the Brazilian legal and institutional reality, as well as to explain the underlying rationality behind such mechanisms.

Keywords: 1. Corporation 2. Takeover Bid 3. Change of Controle 4. Protection Instruments

LISTA DE ABREVIATURAS

B3	- B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
CADE	- Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CC	- Código Civil
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
EUA	- Estados Unidos da América
LSA	- Lei Federal nº 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas
M&A	- <i>Mergers & Acquisitions</i> (Fusões e Aquisições)
OPA	- Oferta Pública de Aquisição
SEC	- <i>Securities and Exchange Commission</i> (EUA)
UE	- União Europeia

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	9
2.	AS TEORIAS SOBRE A FINALIDADE DAS COMPANHIAS: PREDOMINÂNCIA DOS INTERESSES DA SOCIEDADE, DOS CONTROLADORES, DOS ACIONISTAS OU HÁ UM PROPÓSITO MAIOR?	11
2.1.	TEORIA CONTRATUALISTA	12
2.2.	TEORIA INSTITUCIONALISTA	15
2.3.	TEORIA DO CONTRATO ORGANIZAÇÃO	18
3.	AS COMPANHIAS ABERTAS E O PODER DE CONTROLE	20
3.1.	ÓRGÃOS DA COMPANHIA	21
3.2.	O PODER DE CONTROLE NAS COMPANHIAS	22
3.2.1.	Controle Totalitário	26
3.2.2.	Controle Majoritário	26
3.2.3.	Controle Minoritário	28
3.2.4.	Controle Gerencial.....	29
3.3.	AQUISIÇÃO DO CONTROLE DA COMPANHIA ABERTA.....	29
4.	A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES: CONSIDERAÇÕES A PARTIR DA LEI N. 6.404/76 E INSTRUÇÃO CVM N. 361/02.....	32
4.1.	CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE AS OFERTA PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO	32
4.2.	A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO OBRIGATÓRIA.....	33
4.2.1.	Cancelamento de Registro	34
4.2.2.	Aumento de Participação.....	35
4.2.3.	Alienação de Controle	35
4.3.	A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO VOLUNTÁRIA.....	37
4.3.1.	A Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhia Aberta.....	38
4.4.	A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL.....	41
4.4.1.	A Regulamentação da Oferta Pública de Aquisição Hostil	43
5.	INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO DA COMPANHIA ABERTA CONTRA A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL	46
5.1.	CONSIDERAÇÕES ACERCA DAS CLASSIFICAÇÕES DOS INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO.....	46
5.1.1.	Medidas Preventivas e Posteriores	47

5.1.2.	Medidas Estatutárias, Contratuais e Institucionais	48
5.2.	PÍLULAS DE VENENO (<i>POISON PILLS</i>).....	50
5.2.1.	Modalidade <i>flip-in</i>	55
5.2.1.1.	Bônus de Subscrição.....	56
5.2.1.2.	Outorga de Opção de Compra	58
5.2.2.	Modalidade <i>flip-over</i>	59
5.3.	BRAZILIAN PILLS	60
5.4.	OFERTA PÚBLICA CONCORRENTE	68
5.5.	CONTRAOFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO (<i>PAC-MAN</i>)	69
5.6.	CAVALEIRO BRANCO (<i>WHITE KNIGHT</i>)	71
5.7.	ESCUDEIRO BRANCO (<i>WHITE SQUIRE</i>)	73
5.8.	SHOW STOPPER	75
5.9.	PORTO SEGURO (<i>SAFE HARBOR</i>)	76
5.10.	GREENMAIL	77
5.11.	PARAQUEDAS DOURADO (<i>GOLDEN PARACHUTE</i>)	79
5.12.	PÍLULA DE PESSOAS (<i>PEOPLE PILL</i>)	82
5.13.	JOIA DA COROA (<i>CROWN JEWEL</i>)	82
5.14.	MACARONI DEFENSE	84
5.15.	CLÁUSULAS DE VENCIMENTO ANTECIPADO	85
5.16.	PÍLULA DO SUICÍDIO OU DEFESA DE JONESTOWN.....	86
5.17.	APENAS DIGA NÃO (<i>JUST SAY NO</i>).....	86
6.	A RACIONALIDADE POR TRÁS DOS INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO CONTRA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL	88
6.1.	OS INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO DENTRO DA TEORIA CONTRATUALISTA	89
6.2.	OS INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO DENTRO DA TEORIA INSTITUCIONALISTA	92
6.3.	OS INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO DENTRO DA TEORIA DO CONTRATO-ORGANIZAÇÃO.....	94
7.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	98
8.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	101

1. INTRODUÇÃO

A conjuntura econômico-financeira hodierna é substancialmente calcada em empresas, que podem se revestir das mais diversas formas societárias. Dentre tais possibilidades, há uma relevante parcela, especialmente no que tange ao poderio econômico, de empresas que estão constituídas sob a forma de sociedades anônimas. A vantagem da utilização da referida categoria societária tem fulcro em suas próprias origens: a busca pela expansão da arrecadação de capital.

É fato que, desde a origem do modelo embrionário sociedades anônimas, seja a partir da adoção da perspectiva que se originaram a partir da criação Casa de São Jorge, em 1407, ou com o advento da Companhia Holandesa das Índias Orientais, em 1604, o tipo societário sofreu diversas evoluções e mudanças ao longo dos séculos. Dentre tais alterações, pode-se citar, especialmente, a sofisticação dos mecanismos de arrecadação de capital, a possibilidade de negociação das ações da sociedade por meio da Bolsa de Valores.

Neste contexto, a partir da progressão do modelo econômico-financeiro mundial, mister foi a criação de mecanismos para disciplinar as relações, das mais variadas formas, entre empresas. Dentre tais espécies de relação entre sociedades empresárias, faz-se necessário mencionar uma de suas mais importantes, alicerçada, também, na necessidade de expansão e giro de capital: as operações de Fusões e Aquisições (M&A – sigla do termo em inglês, *Mergers and Acquisitions*), entendidas aqui *lato sensu*, como reorganização societária, que engloba transformações, fusões, cisões e incorporações.

As operações de M&A ocorrem há muito tempo, mas ganharam grande e importante força nos Estados Unidos e na Europa a partir da primeira metade Século XX e, no Brasil, a partir da década de 90, sendo que, em 2010, o Brasil foi o 4º colocado mundialmente no valor de operações de M&A. O crescimento do número ao aumento de operações de M&A mostra a atual tendência de concentração empresarial, observando-se a formação de grandes conglomerados. Assim sendo, a relevância e atualidade do tema que aqui se abordará é tremenda, em nível nacional e internacional.

Frise-se que, embora as operações de M&A sejam cabíveis nos mais diversos tipos societários, este trabalho se limita à análise de questões relacionadas às sociedades anônimas abertas, que serão chamadas, também, de companhias

abertas, porquanto tratar-se-á, aqui, das operações de aquisição realizadas a partir das Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (OPA), mormente aquelas que visam à aquisição de controle da companhia aberta, prevista nos arts. 257 ao 263 da LSA e, de modo bastante claro e objetivo, no art. 2º, V da Instrução Normativa CVM n. 361/2002. A referida instrução traz seis modalidades diferentes de OPA, oportunamente detalhadas em capítulo próprio.

Há, contudo, situações em que é realizada uma oferta pública de aquisição que não é desejada pela companhia, por sua administração e/ou por seus acionistas, operando-se, então, as OPAs hostis, assim denominadas pois contam com resistência por parte da companhia-alvo.

A questão se torna ainda mais relevante ao se pensar quais são os interesses envolvidos em uma OPA. Às vezes, a resistência é encontrada na administração da companhia, que não deseja perder tal posição caso ocorra a hipótese de uma tomada de controle. Por outras vezes, encontra-se objeções por parte dos acionistas, que podem ocorrer pelas mais diversas razões, mas que, geralmente, se resumem a uma oferta baixa quanto ao valor das ações. Podem ocorrer situações, também, em que todas as vertentes da companhia se mostram relutantes quanto à OPA hostil.

Considerando que a modalidade de OPA discutida neste trabalho visa à tomada de controle da companhia, resta evidente que está intrinsicamente ligada à noção de poder de controle da sociedade anônima, que, no contexto societário e jurídico dos dias de hoje, não mais é representado pela máxima "metade mais um". Esta afirmação é de fundamental relevância para as operações de M&A e, especificamente, para a OPA Hostil, considerando que reflete diretamente no montante de ações a ser adquirido e, como consequência, e no valor desembolsado pelo adquirente interessado em determinada sociedade.

A tomada de controle da sociedade dependerá, neste contexto, da aptidão do adquirente interessado em assegurar a aquisição de controle acionário suficiente para tanto, o que, como dito supra, não necessariamente será a maioria absoluta das ações.

Em virtude da existência de possibilidade de que se realize uma OPA hostil, o ordenamento jurídico dispõe de mecanismos que podem obstaculizar e comprometer a operação, de modo a causar perda de interesse por parte do ofertante. Essas medidas defensivas se apresentam nas mais variadas formas, estando contidos na legislação – especialmente em instruções normativas da CVM –, nos

estatutos das companhias e, também, em instituições que operam a regulação do mercado, notadamente o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

Por serem diversos os interesses que permeiam uma companhia, a aplicação das referidas medidas podem englobar as situações: (i) em que a administração possui resistência contra a OPA; (ii) em que os acionistas majoritários se opõem; (iii) em que ambos possuem objeções, representando a totalidade (ou quase totalidade) da companhia.

Nestes termos, em virtude das mais diversas vertentes em que pode surgir a resistência contra uma OPA hostil, faz-se necessário analisar qual é a *ratio* por trás da companhia e quais são os interesses que efetivamente são tutelados ao se bloquear ou comprometer uma tentativa de OPA hostil. Para tanto, buscar-se-á verificar, nas teorias contratualista, institucionalista e do contrato-organização, que analisam qual é a finalidade da companhia, o que está em jogo e sendo objeto de tutela em tais situações.

Portanto, mostra-se mister a análise e investigação dos mecanismos à disposição das companhias face à imposição de uma aquisição forçada estimulada a partir do poderio econômico do possível adquirente. Em que pese a enorme relevância do assunto, há certa escassez de materiais que trazem o tema de modo completo e compilado e, também, que analisem a racionalidade por trás das medidas defensivas contra OPA hostis.

Este trabalho busca, então, dirimir as questões relevantes ao assunto, englobando temas como as teorias sobre a finalidade das companhias, o poder de controle na companhia aberta — especialmente dentro de uma perspectiva de dispersão acionária —, as diversas modalidades de oferta pública de aquisição e os instrumentos de proteção existentes contra as ofertas públicas de aquisição hostis e, por fim, qual é o objeto tutelado ao se permitir a aplicação de tais instrumentos.

2. AS TEORIAS SOBRE A FINALIDADE DAS COMPANHIAS: PREDOMINÂNCIA DOS INTERESSES DA SOCIEDADE, DOS CONTROLADORES, DOS ACIONISTAS OU HÁ UM PROPÓSITO MAIOR?

Como se depreende do título do presente trabalho, busca-se analisar qual é a racionalidade que decorre dos instrumentos de proteção contra ofertas públicas de

aquisição hostil, analisando o que pretendem tutelar – se a própria companhia, seus acionistas e/ou seus controladores.

Para tanto, faz-se necessário explorar e analisar as principais teorias que justificam a *raison d'être* das companhias, visando, então, buscar qual é a racionalidade adjacente – e, também, quem é o destinatário – ao se impedir (ou dificultar) a realização de uma OPA hostil.

Ressalva-se, desde já, que o assunto não é unânime na doutrina e variado a depender do ordenamento jurídico. Trabalhar-se-á, aqui, de um lado, a teoria contratualista, que encontra suas maiores expressões mormente na doutrina italiana e, de outro, a teoria institucionalista, que surgiu no âmbito da doutrina alemã.

Por fim, passar-se-á à teoria do contrato organização, concebida por Calixto Salomão Filho como uma terceira opção às teorias supramencionadas, que se mostra de essencial aplicação ao direito brasileiro e que, como se demonstrará oportunamente, possibilita encontrar uma racionalidade por trás da tutela que surge com os instrumentos de proteção às OPAs hostis.

2.1. Teoria Contratualista

A teoria contratualista gira em torno da ideia de que a sociedade é constituída a partir de atos de constituição, decorrente mormente de interesses convergentes dos sócios¹, equiparando-os aos contratos comuns, que são um “acordo que consiste no ajustamento de duas manifestações de vontade que passam a ter o mesmo objeto, formando-se, por ‘fusão de vontades’, um consentimento, ou concordância”². Calixto Salomão Filho³ propõe que a teoria pode ser dividida em duas vertentes: o contratualismo clássico e o contratualismo moderno.

O contratualismo clássico é trabalhado particularmente por Pier Giusto Jaeger, tendo Alessandro Munari sintetizado a sua teoria ao explicar que “a sociedade

¹ Lamy Filho e Bulhões Pedreira criticam a aplicação do referido conceito às sociedades anônimas, entendendo que: o conceito [fusão de vontades] pode representar a criação de sociedade de pessoas com pequeno número de sócios, nas quais o processo de formação de consenso é semelhante ao dos contratos bilaterais, mas não se ajusta à constituição das sociedades por ações mediante oferta pública, assinatura de boletins de subscrição e deliberação dos subscritores em assembleia geral, quando as declarações de vontade se sucedem no tempo e cada subscritor pode desconhecer a maioria dos demais”. Cf.: LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 61.

² LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 60.

³ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**, 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 28.

consiste em uma organização contratual entre os sócios, e como consequência, seu objetivo tende à satisfação de seus interesses individuais, embora *uti socii*".⁴

Salomão Filho⁵ também se utiliza da concepção inicial de Jaeger quanto aos contratos de sociedade, de modo que "o contrato social é de execução continuada e o interesse social é o interesse do grupo de sócios", sendo que "[o interesse social] pode ser constantemente revisto e eventualmente desconsiderado de modo explícito quando se trata de decisão unânime entre os sócios".⁶

É evidente que tal teoria se mostra insustentável a partir do desenvolvimento de noções acerca da função social da propriedade e avanço do direito societário, advertindo Calixto Salomão Filho⁷ que "nem mesmo adotando a concepção mais individualista do 'contrato' de sociedade é possível deixar de reconhecer que a sociedade aberta não pode, e não deve, ter seu interesse definido exclusivamente em torno do grupo de sócios atuais", ressaltando, ainda, que "o próprio Jaeger tenha revisto sua teoria 40 anos depois, para identificar o interesse social na perspectiva contratualista à obtenção de *shareholder value*⁸, i.e., a maximização do valor de venda das ações do sócio".⁹

Assim, a outra vertente do contratualismo – o contratualismo moderno – se desenvolve na ideia supracitada: o interesse é a maximização do valor das ações da companhia, sendo que "representa uma evolução ainda mais determinista que a solução clássica [...] o interesse social é predefinido; sobre ele os órgãos sociais não têm qualquer influência".¹⁰

A ideia de que o *shareholder value* se apresenta como interesse comum a todos os sócios não se mostra como plenamente verdadeira mesmo na doutrina italiana atual, conforme aponta Francesco Denozza:

Quest'ultima [si esiste in fatto un interesse ugualmente condiviso da tutti i soci] è la tesi più difficile da sostenere. **Esemplificando con riferimento alla teoria oggi forse più diffusa che identifica l'interesse comune dei soci**

⁴ No original: "La società consiste in una organizzazione contrattuale tra soci, e di conseguenza il suo scopo tende alla soddisfazione dei loro interesse individuali, sia pure *uti socii*". Cf.: MUNARI, Alessandro. **Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione**. Milano: Giuffrè Editore, 2011, p. 54.

⁵ SALOMÃO FILHO, 2011, op. cit., p. 28.

⁶ *Ibid.*, p. 29.

⁷ *Ibid.*, p. 31.

⁸ O tema será revisitado no capítulo 6, no qual se trabalhará quais os interesses tutelados pelos instrumentos de proteção contra uma OPA hostil, considerando que vários têm o condão de valorizar ou desvalorizar o valor das ações da companhia.

⁹ SALOMÃO FILHO, 2011, op. cit., p. 31.

¹⁰ *Ibid.*, p. 31.

nella massimizzazione del c.d. *shareholder value*, si tratta di stabilire se effettivamente esista un interesse che possa essere qualificato come condiviso da tutti i soci. Tale non sembra essere neppure quello alla massimizzazione del valore delle azioni [...] Esistono infatti soci che non sono affatto indifferenti rispetto alla scelta delle modalità di tale valorizzazione¹¹. (Grifo nosso)

Ainda, faz-se necessário citar outro componente do contratualismo que não se mostra tão radical quanto a teoria clássica – notadamente no que tange à noção de contrato bilateral com interesse convergente dos sócios – e, também, não tão próxima à teoria institucionalista. Assim, concebeu a doutrina italiana a ideia do contrato plurilateral, conforme apontam Lamy Filho e Bulhões Pedreira¹², baseando-se nos estudos realizados por em Tulio Ascarelli¹³, que apresenta algumas características fundamentais quanto à referida categoria:

La pluralità implica che gli interessi contrastanti delle varie parti debbano unificarsi in una finalità comune; i contratti plurilaterali si presentano come contratti con comunione di scopo. Ciascuna delle parti si obbliga, infatti, verso tutte le altre e verso tutte le altre acquista diritti; è perciò naturale la coordinazione verso un fine, uno scopo comune, scopo che importa a sua volta una comunione di interessi tra le parti (ed è quanto ha appunto a volte oscurato la natura contrattuale del negozio) nonostante il conflitto che nel contratto trova la sua soluzione. Nei contratti plurilaterali ritroviamo così sempre una comunione di interessi, che si coordina appunto con la comunanza di scopo volontariamente posta col contratto. (grifo nosso)

No Brasil, a utilização do contrato plurilateral para explicar as companhias foi trabalhada mormente por Rubens Requião¹⁴, que, ao criticar a natureza que considerada institucionalista concedida pela LSA, expõe:

O mal, entretanto, da reforma, que se refletiu no sistema de lei hoje em vigor, foi precisamente o de não ter percebido que, quando se pode admitir que a

¹¹ DENOZZA, Francesco. L'interesse sociale tra coordinamento e cooperazione. In: RICCI, Edoardo F. **L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders**: In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Milano: Giuffrè Editore, 2009, p. 02. Disponível em: <<http://www.econometrica.it/events/2010/Denozza%20Interesse%20sociale.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2019.

¹² Os referidos autores ressaltam que “a partir da década de 1930, após os estudos de Ascarelli (1931, p. 256, e 1935, p. 152), a doutrina construiu o conceito de ‘contrato plurilateral’ formado – por oposição aos contratos bilaterais de prestação – em função do número de partes contratantes. [...] embora a categoria seja denominada em função do número das partes, alguns autores sustentaram que a redução das partes a duas, e mesmo a constituição originária com duas partes, não desclassifica o contrato como plurilateral, enquanto existir o segundo elemento característico – o fim comum; e Ascarelli propôs que o contrato plurilateral se caracterizaria pela ‘possibilidade de pluralidade de partes’”. Cf.: LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 62.

¹³ ASCARELLI, Tulio. Il contratto plurilaterale, in Saggi Giuridici, Milano, 1949. *Apud*: VALENZA, Fabio. **Attività negoziale e rapporto giuridico plurilaterale senza comunione di scopo**. Torino: Giappichelli, 2005, p. 261. Disponível em: <www.notaiofabiovalenza.it/materiale_valenza/Capit8.pdf>. Acesso em: 16 out. 2019.

¹⁴ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, 2º volume, 29ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 26.

sociedade anônima configure, após sua formação, uma instituição, não deixa ela de ser formada pelo *contrato*, e este da espécie *plurilateral*. Como instituição está ela voltada para a consecução do 'bem comum', visando primacialmente aos altos interesses coletivos, desvanecendo um tanto o interesse privado, perseguido pelos acionistas. Como *contrato*, regula os interesses pessoais de seus membros.

Conforme se depreende da definição trabalhada por Ascarelli – e considerando que a finalidade comum nem sempre se observa, como já exposto acima –, assim como pelas críticas de Requião, a noção de contrato plurilateral também não supre as deficiências da teoria contratualista como um todo.

Explicar a companhia como algo que existe somente em virtude de seu contrato social, que é unido pelos interesses dos sócios relativos unicamente à companhia, apresenta-se insuficiente frente à ideia da função social da empresa e princípios constitucionais aplicáveis ao direito societário. Deste modo, visando suprir tais defeitos, contrapõe-se ao contratualismo a teoria institucionalista, abaixo explicada.

2.2. Teoria Institucionalista

A teoria institucionalista surgiu em período concomitante ao contratualismo, mas, diversamente deste, foi concebido pela doutrina alemã, o que confirma a afirmação feita acima quanto à diversidade do tratamento dado às companhias dependendo do ordenamento jurídico em que se encontra.

Walter Rathenau, notório político, industrialista e economista, apresenta-se como um dos maiores expoentes da teoria institucionalista, tendo desenvolvido o conceito de empresa em si (*Unternehmen an sich*), conforme explicado por Nilson Lautenschleger Jr.¹⁵:

Tendo a grande empresa como base as determinantes da economia, conclui pela preponderância da maioria – algo muitas vezes não compreendido – e pela importância da empresa em si (*Unternehmen an sich*), como centro de convergência dos interesses dos acionistas, da sociedade e do Estado. [...] Tal percepção da natureza da empresa – a partir da sociedade por ações – terminou por criar, assim, as bases para o desenvolvimento da chamada teoria institucionalista da empresa (hoje muito associada à questão da responsabilidade social!).

¹⁵ LAUTENSCHLEGER JUNIOR, Nilson. Relato breve sobre Walter Rathenau e sua obra: "A Teoria da Empresa em Si". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 128, p. 199-223, dez. 2002, p. 201. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/207709/mod_resource/content/1/rathenau.RDM.128.P199%20%281%29.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2019.

Assim, a teoria institucionalista visa – diferentemente do contratualismo – à inserção do interesse da coletividade, da sociedade civil dentro da companhia, que agora não mais existe somente para e pelo interesse de seus acionistas. Nestes termos, o interesse “é apresentado como um interesse próprio de toda a coletividade nacional ou mesmo da própria humanidade, uma vez que a prosperidade é coletiva”¹⁶, sendo que deve ser “subtraído dos sócios, porque os sócios são, por disposição natural, dominados por interesses egoístas de ganho”¹⁷.

Ao inserir o interesse social na companhia, contempla-se seu possível enquadramento como uma instituição, que, como tanto, deve transcender os seus próprios interesses e atender à coletividade¹⁸⁻¹⁹. De mesmo modo, surge a noção de que a companhia, atendendo ao seu interesse social, acaba por buscar auto sustentação e autopreservação, que se mostram inerentes à ideia de instituição.²⁰

Ainda, Salomão Filho²¹ ressalta que essa tradução da função econômica e do interesse público feita por Rathenau – a *ratio* do institucionalismo – é feita “através da valorização do papel do órgão de administração da sociedade por ações, visto como órgão neutro, apto à defesa do *Unternehmensinteresse* (interesse empresarial)”, sendo que “procede-se a uma degradação relativa da importância da Assembleia, o

¹⁶ No original: “Viene presentato poi come un interesse proprio dell’intera collettività nazionale o, addirittura, della stessa umanità, giacché la prosperità collettiva”. Cf.: GALGANO, Francesco. **Trattato di Diritto Civile**. Milano: Casa Editrice Dott. Anotonio Miliani, 2010, p. 201.

¹⁷ No original: “[...] sottratto ai soci, perché i soci sono, per naturale disposizione, dominati da intenti egoistici di guadagno”. Cf.: *Ibid.*, p. 201.

¹⁸ Sobre isso, explica Alessandro Munari que “la società si identifica appunto con una istituzione autonoma rispetto ai soci che ne costituiscono la compagine, con un proprio scopo sociale che trascende i loro interessi per identificarsi nel circolo virtuoso costituito da produttivo svolgimento dell’attività di impresa tramite gli utili conseguiti”. Cf.: MUNARI, op. cit. 2011, p. 54.

¹⁹ Ascarelli critica a identificação da empresa como instituição e, como decorrência, possuidora de um interesse institucional, considerando que “non credo che il problema sia risolubile identificando un interesse istituzionale della società e perciò ricercando una realtà economica sostanziale tipica alla quale dovrebbe corrispondere la persona giuridica, come pur avviene da parte di quanti, nella mancanza di detta realtà, fanno capo alla sussistenza di una simulazione. Interesse della società è invero sempre quello comune dei soci e la personalità giuridica non può essere intesa che su un terreno meramente strumentale; abbandonando questo terreno non sarà mai dominata la fenomenologia della pratica, ma si rincorrerà l’illusione di un controllo che poi, di fatto, si risolverà proprio a tutela dei gruppi nel comando della società”. Cf.: ASCARELLI, Tulio. **I problemi delle società anonime per azioni**. Roma: Rivista della Società, 1956, pp. 9-10.

²⁰ No que tange ao tema, Lamy Filho e Bulhões Pedreira apontam, irretocavelmente, que “classificamos determinada organização social como instituição – nesse segundo sentido – quando se acha de tal modo estabelecida no meio social que o processo de ação coletiva parece apresentar inércia própria, ou velocidade de autossustentação, cuja continuidade independe da vontade de atores que, em cada momento, desempenham seus papéis: a estrutura é mais importante que os atores, que ficam em segundo plano, como seus acessórios”. Cf.: LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 64.

²¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **A sociedade unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995, p. 46.

que influenciará sobretudo os direitos dos sócios minoritários”²², representando a ideia do institucionalismo publicista.

A experiência alemã após a edição da *Aktiengesetz* 1937, com notável caráter institucionalista-publicista por ter “quase todos os princípios defendidos pela doutrina do *Unternehmen an sich*, assegurando à administração (*Verwaltung*) predominância sobre a assembleia dos acionistas (*Hauptversammlung*)”²³ não se mostrou positiva por evidentes razões, conforme abaixo demonstrado. Em decorrência disto, culminou, em 1976, na reforma da legislação societária alemã e na criação dos *Mitbestimmungsgesetze*.²⁴

Com as referidas mudanças, Salomão Filho²⁵ entende que houve a inauguração de uma nova fase do institucionalismo, chamado de integracionista ou organizativo, expondo que:

Independentemente de qualquer análise ideológico-política que possa ser feita, não se pode negar que do ponto de vista jurídico as *Mitbestimmungsgesetze* representam a afirmação definitiva do institucionalismo na Alemanha, realizando a separação tentada sem sucesso pela lei acionária alemã de 1937 entre *Unternehmens* e *Gesellschaftsinteresse*. [...] Em ambos os tipos societários (AG e GmbH), trata-se não mais daquele *Unternehmensinteresse* de exagerado tom publicístico da doutrina, mas sim de um interesse concebido como harmônico e comum aos interesses dos vários tipos de sócios e dos trabalhadores e que se traduz no interesse à preservação da empresa.

Em que pese o institucionalismo – em qualquer de suas vertentes – parecer mais democrático por ser permeado pelo interesse social, afastando-se de egoísmos inerentes às companhias, fato é que ainda existem problemas quanto às prioridades e aos interesses que elenca.

Sobre isso, curioso notar que Georges Ripert²⁶ – inserido em uma realidade mais tendente ao contratualismo – teoriza que a forma das companhias imitava àquela

²² *Ibid.*, p. 46.

²³ *Ibid.*, p. 48

²⁴ Salomão Filho explica que os *Mitbestimmungsgesetze* representam a característica fundamental do período na lei societária alemã, que se deparou com o “aparecimento das leis que regulamentam a participação operária nos órgãos diretivos das grandes empresas (*Mitbestimmungsgesetze*). São elas: a *Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in die Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugende Industrie* (MontaMitbestG 1951), a *Betriebsverfassungsgesetz* de 1952 e a *Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer* (Mitbest G) de 1976”, sendo que ainda ressalta que “tais eis devem ser consideradas uma continuação natural da doutrina do *Unternehmen an sich*”. Cf.: SALOMÃO FILHO, 1995, op. cit., p. 46.

²⁵ *Ibid.*, p. 48.

²⁶ George Ripert entendia que “uma sociedade não é um Estado dentro do Estado, pois não tem em soberania nem território, mas é concebida sobre o modelo do Estado. É um agrupamento de forças destinado a reunir e utilizar capitais. Esse agrupamento copia a forma do Estado democrático. Uma

do Estado Democrático, sendo que sua soberania máxima seria exercida pela Assembleia Geral da sociedade. Por sua vez, Lautenschlerger Jr.²⁷ traz uma reflexão à teoria institucionalista de Rathenau, questionando se “não seria uma pura e simples reação contra os excessos da democracia acionária pela qual se almejava a limitação dos poderes dos acionistas frente à administração”, ressaltando, ainda, que a referida limitação se “legitimaria com a proteção de interesses próprios da empresa, algo, à época, inadmissível”.²⁸

Assim sendo, mostra-se uma transferência de preocupação quanto à “democracia” existente na companhia – se antes, no contratualismo, deveria ser pertencente aos acionistas, agora, no institucionalismo, considerando serem os acionistas detentores de egoísmos, deveriam os aparatos democráticos ser mitigados pelos administradores, pois eles levariam em conta os interesses da própria companhia.

Mostra-se evidente que, ao se analisar a realidade das relações societárias, não se pode levar nem uma situação, nem outra, como verdade absoluta, conforme melhor se demonstrará no capítulo que analisa a racionalidade por trás dos instrumentos de proteção contra as OPAs hostis.

Contudo, Salomão Filho²⁹ aponta que, na Alemanha, ao se considerar o interesse social como contrapostos àqueles dos sócios, não há uma redução de conflitos, mas, em verdade, “reforçam [conflitos de interesse], porque introduz no interior dos órgãos societários representações de interesses efetivamente contrapostos”. Ou seja, demonstra-se que a transferência de poder dos acionistas aos administradores não solucionou os problemas existentes.

Nestes termos, o referido autor conclui que o sistema societário brasileiro é permeado pela existência e convivência das teorias contratualista e institucionalista e, visando à mitigação dos problemas encontrados em ambas as correntes, propõe a teoria do contrato organização, conforme exposto a seguir.

2.3. Teoria do Contrato Organização

sociedade anônima é legalmente o tipo perfeito de democracia. A soberania é exercida pela Assembleia Geral da sociedade. Os acionistas não formam apenas um colégio eleitoral chamado a eleger representantes; a assembleia exerce um poder”. RIPERT, Georges. *Aspects Juridiques du Capitalisme Moderne*, 1951 *Apud* LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 60.

²⁷ LAUTENSCHLEGER JUNIOR, 2002, op. cit., p. 200.

²⁸ *Ibid.*, p. 200.

²⁹ SALOMÃO FILHO, 2011, op. cit., p. 37.

A teoria do contrato organização é proposta por Salomão Filho³⁰ com fulcro mormente nas ideias trazidas pelo institucionalismo organizativo e influenciadas pela análise econômica do direito, que se desenvolveu a partir dos anos 60. Ainda, o autor ressalta que o amadurecimento das referidas noções surgidas a partir da grande interdisciplinaridade do tema – assim como em diversas, se não todas, áreas do direito nos dias de hoje.

Com base nos fundamentos supracitados e na afirmação de que “o interesse da empresa não pode mais ser identificado, como no contratualismo, ao interesse dos sócios nem tampouco, como na fase institucionalista mais extremada, à autopreservação”³¹, Salomão Filho³² concebe a teoria do contrato organização, que pode ser sintetizada nos seguintes termos:

[...] é no valor organização e não mais na coincidência de interesses de uma pluralidade de partes ou em um interesse específico à autopreservação que se passa a identificar o elemento diferencial do contrato social. [...] Não há redução do interesse social a uma organização direcionada simplesmente a obter a eficiência econômica. O objetivo da compreensão da sociedade como organização é exatamente o melhor ordenamento dos interesses nela envolvidos e a solução dos conflitos entre eles existentes. O interesse social passa, então, a ser identificado com a estruturação e organização mais apta a solucionar os conflitos entre esse feixe de contratos e relações jurídicas.

Neste sentido, o referido autor³³ entende que há identidade entre o interesse social e o “interesse à melhor organização possível do feixe de relações envolvidas pelas sociedades”, o que o leva à conclusão de que “aproxima-se do institucionalismo integracionista, que tem nítido caráter organizativo”.³⁴

Em sendo conceitos bastante teóricos, o autor traz diversos exemplos em que se vislumbra a aplicação da teoria do contrato organização e que comprovam, também, a similaridade com a teoria institucionalista organizativa no que tange a seus resultados práticos. Dentre tais exemplos, destaca-se a questão do conflito de interesses, que se encontra bastante ligada à própria nova concepção que se dá à

³⁰ Salomão Filho já alertava para a essencialidade da interdisciplinaridade quando trouxe suas considerações sobre o novo estruturalismo jurídico, entendendo que “a teoria jurídica é uma teoria social e exige, portanto, influxos, informações e comparação com outras teorias que pretendem organizar o funcionamento social. Não se dissocia e não pode ser compreendida e interpretada sem a contribuição e o diálogo com outras teorias sociais. Como se verá abaixo, portanto, a interdisciplinaridade é essencial para sua análise (da realidade) e aplicação (à realidade). Cf.: SALOMÃO FILHO, Calixto. Novo Estruturalismo Jurídico: Uma alternativa para o Direito?. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 926, n. 101, p. 533-547, dez. 2012, p. 541.

³¹ SALOMÃO FILHO, 2011, op. cit., p. 44.

³² *Ibid.*, p. 45.

³³ *Ibid.*, p. 45.

³⁴ *Ibid.*, p. 45.

sociedade a partir da referida teoria. Neste sentido, Salomão Filho³⁵ pontualmente assevera que:

Quando a definição societária leva a vislumbrar interesses heterogêneos demais para que possam ser organizados de maneira eficaz, a disciplina do conflito de interesses é de pouco auxílio. Nesse caso, muito mais conveniente é admitir a existência de realidade societária mais ampla que deve ser reconhecida. E a razão é simples: nesses casos é muito melhor optar por uma definição mais ampla de interesse social, que abranja esfera onde não haja contraposição tão ferrenha de interesses e onde, portanto, o feixe de contratos pode ser organizado de forma mais coerente.

A partir do transcrito acima, o autor exemplifica como dentro de uma perspectiva de grupos de empresas, o que há, na maioria deles, “é uma predominância dos interesses do controlador e uma contraposição, no mais das vezes, inútil dos minoritários explorados e prejudicados”.³⁶⁻³⁷

Além do mais, também se utiliza da referida para explicar a personalidade jurídica e sua desconsideração, assim como para explicar a sociedade unipessoal e a sociedade sem sócio.

Pelas razões acima expostas e pelos exemplos trazidos por Salomão Filho, o que se vislumbra, em verdade, é que a teoria do contrato organização foi criada visando à correção dos problemas existentes no contratualismo e no institucionalismo³⁸, possuindo, então, características de ambas as correntes.

3. AS COMPANHIAS ABERTAS E O PODER DE CONTROLE

Considerando o breve panorama feito acima acerca das diferentes teorias que explicam a razão da existência da companhia, passar-se-á à abordagem, no presente capítulo, das principais noções acerca do poder de controle no âmbito das sociedades anônimas aberta, porquanto de fundamental importância para entender em quais termos a OPA será suficiente para caracterizar uma tomada de controle.

³⁵ *Ibid.*, p. 47.

³⁶ *Ibid.*, p. 48.

³⁷ Esta hipótese será oportunamente revisitada no presente trabalho, considerando ser relacionadas a diversos instrumentos de proteção contra OPA hostil e, também, à aplicação do art. 254-A da LSA.

³⁸ Sobre o tema, Salomão Filho ressalta que “[...] é inafastável considerar o interesse da organização assim criada como composto pelo interesse ao lucro empresarial de seu criado e também pelo interesse na autopreservação (*Erhaltungsinteresse*). É em função da interação e do equilíbrio entre ambos que deve ser direcionada a atividade social”. Cf.: SALOMÃO FILHO, 1995, op. cit., p. 60.

Frise-se, desde já, que a breve exposição aqui proposta será sintética e fundamentada nos principais entendimentos doutrinários sobre o tema, considerando que poderia, por si só, ser objeto de extensos trabalhos.

3.1. Órgãos da companhia

Neste tópico, analisar-se-á os aspectos estruturais das sociedades anônimas que, no Brasil, são pautados a partir da teoria organicista, ao invés da teoria da representação, conforme leciona Marcelo M. Bertoldi³⁹. O tema é da máxima relevância ao se considerar que os órgãos estão, em todos os âmbitos, ligados ao poder de controle da companhia.

A companhia possui “um sistema de órgãos e papéis sociais organizados normativas, que compreende relações de subordinação”⁴⁰. No topo da pirâmide da companhia, encontra-se a sua Assembleia Geral, que possui o poder de decidir todos os negócios da companhia, conforme preconiza o art. 121 da LSA⁴¹, tendo-lhe sido concedidas diversas e amplas competências, especialmente contidas no art. 122 do mesmo diploma legal.

Algumas atribuições da Assembleia Geral se mostram de fundamental relevância na maioria das operações de M&A, a exemplo da competência privativa para deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia (art. 122, VIII LSA) e, especificamente no que tange às OPAs, poderá deliberar quanto ao resgate de ações da companhia (desde que estejam em circulação menos de 5% das ações), nos termos do art. 4º, § 5º da LSA.

Outro órgão de fundamental importância para o tema aqui tratado – e obrigatório para as companhias abertas, nos termos do disposto no art. 138, § 2º da

³⁹ Sobre o tema, o autor explica que existem, na doutrina, dois tipos de natureza jurídica dos órgãos da companhia: aqueles pautados na teoria da representação, na qual “os vários órgãos da sociedade nada mais seriam que representantes da companhia e, nessa qualidade, agiriam em nome dela como se fossem seus procuradores”; ao passo em que, no direito brasileiro, adota-se a teoria “*organicista* ou *do órgão*”, segundo a qual a sociedade não é representada por seus órgãos, como se houvesse duas pessoas – a representada e a representante –, mas sim por eles se manifesta direta e imediatamente” Cf.: BERTOLDI; RIBEIRO, 2016, op. cit., p. 332.

⁴⁰ LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 564.

⁴¹ Art. 121. A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

LSA⁴² – é o Conselho de Administração. Ressalte-se que, em que pese a Assembleia Geral ser, em tese, o principal órgão deliberativo da companhia, o Conselho de Administração absorveu diversas de suas funções, conforme leciona Rubens Requião⁴³:

O conselho de administração, órgão de deliberação, na verdade é intermediário entre a assembleia geral e a diretoria. Muitas das funções da antiga concepção de poderes da assembleia geral, dado o absenteísmo dos acionistas e seu desinteresse pelas reuniões de assembleia, foram pela teoria moderna transferidos para o conselho de administração, pois ele, na teoria e na prática, **efetivamente acolhe os acionistas controladores**. Daí a competência ampla do conselho de administração que, como componente do órgão de execução, estabelece a política econômica, social e financeira a ser seguida pela sociedade, e exerce permanente vigilância sobre os executivos lotados na diretoria. (Grifo nosso)

Para além da Assembleia Geral e do Conselho de Administração, há a Diretoria, órgão de extremo valor e relevância, que é “encarregada da administração direta da sociedade”⁴⁴. Contudo, em havendo constituição do Conselho de Administração – que, frise-se novamente, é obrigatório nas sociedades anônimas abertas, objeto do presente estudo –, “a diretoria apenas dará cumprimento às determinações dele emanadas, dirigindo executivamente os negócios segundo orientação fixada”.⁴⁵

Destaque-se a existência, também, do Conselho Fiscal, órgão de controversa obrigatoriedade⁴⁶⁻⁴⁷ e de funcionamento facultativo, que opera como um órgão de controle e fiscalização da atuação da companhia e de seus membros.

Esta breve apresentação da estrutura organizacional das companhias se faz necessária justamente em virtude de se operar de acordo com o poder de controle vigente na sociedade, conforme se demonstrará abaixo.

3.2. O poder de controle nas companhias

⁴² Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. [...] § 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.

⁴³ REQUIÃO, 2012, op. cit., p. 139.

⁴⁴ BERTOLDI; RIBEIRO, 2016, op. cit., p. 338.

⁴⁵ REQUIÃO, 2012, op. cit., p. 140.

⁴⁶ Marcelo M. Bertoldi discorre que “a doutrina posiciona-se no sentido de que o conselho fiscal é órgão obrigatório em toda e qualquer companhia, sendo que seu funcionamento é que é facultativo”. Cf.: BERTOLDI; RIBEIRO, 2016, op. cit., p. 340.

O conceito de poder de controle mostra-se como o ponto chave para entender a partir de que ponto as aquisições por meio das OPAs são efetivadas, culminando na concreta tomada de controle da companhia. Ressalve-se que não tratar-se-á, aqui, da longa e variada história da noção de poder de controle, porquanto assunto extenso que pode ser objeto de obra própria.

Primeiramente, faz-se mister abordar, de modo breve, a característica fundamental das companhias, que é a chave para entender toda e qualquer discussão sobre o poder de controle. O art. 1º da LSA determina que o capital das sociedades anônimas é dividido em ações⁴⁸, sendo que cada ação concede, a seu detentor – como regra geral –, o direito de um voto⁴⁹, consoante o disposto no *caput* do art. 110 do mesmo diploma legal.

Ainda, a LSA não define os direitos políticos como direito essencial do acionista, podendo ser criadas ações de diferentes classes com distintos poderes, sendo possível, inclusive, tolher o direito a voto nas ações preferenciais, conforme dispõe o *caput* do art. 111 da LSA⁵⁰. Neste sentido, as ações que dão direito de voto ao acionista e que, em realidade, determinam o poder de controle em sua vertente interna, são as denominadas ações ordinárias.

A relevância das considerações expostas supra pode ser justificada a partir de duas ideias fundamentais: (i) considerando existirem ações com e sem direito de voto, nasce a possibilidade de que o controle da companhia seja exercido por pessoa que não detenha a maioria das ações⁵¹; e (ii) não necessariamente o sócio majoritário – aquele que detém a maioria dos votos – será o controlador da sociedade.⁵²

As afirmações acima abarcam a noção de separação entre propriedade (da ação) e o controle da sociedade anônima, consolidada por Berle e Means⁵³ na década de 30 com a uma das obras mais completas sobre as companhias, *The Modern Corporation and Private Property*, na qual asseveram que “essa separação de função

⁴⁸ Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

⁴⁹ Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral.

⁵⁰ Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.

⁵¹ BERTOLDI; RIBEIRO, 2016, op. cit., p. 321.

⁵² José Edwaldo Tavares Borba diz que “[...] apenas considera controlador quem tem a maioria dos votos nas assembleias e, ao mesmo tempo, usa essa maioria para comandar a sociedade. Quem tem a maioria e não a utiliza é sócio majoritário, mas não é controlador”. Cf.: BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 350.

⁵³ *Ibid.*, p. 06.

nos força a reconhecer o ‘controle’ como algo separado da propriedade, por um lado, e da administração, pelo outro”⁵⁴ e que “ [...] a propriedade é tão dispersa que o controle pode ser mantido com apenas participação minoritária”.⁵⁵

No direito brasileiro, o poder de controle, conforme a melhor doutrina o conceitua, é “o poder supremo da estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador – titular da maioria pré-constituída dos votos na Assembleia Geral”⁵⁶, sendo, mormente, um poder de fato.⁵⁷

A LSA não define de modo objetivo o que é o poder de controle. Trata do tema, no entanto, ao definir quem é o acionista controlador e a sociedade controlada, deixando claro que podem assim ser qualificados em duas hipóteses: (i) aquele titular de direitos de sócio – aqui, conforme apontam Lamy Filho e Bulhões Pedreira, o termo “ação” não foi empregado de modo proposital⁵⁸ – que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos as deliberações da Assembleia-Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) aquele que usa seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, estando ambas as definições esculpidas em seu art. 116.⁵⁹

Há previsão sobre o assunto, também, no art. 243, § 2º da LSA⁶⁰, que trata das sociedades coligadas, controladoras e controladas, representando a mesma ideia insculpida alínea “a” do art. 116 da LSA, mas no âmbito de grupos econômicos de sociedades.

⁵⁴ No original: “This separation of function forces us to recognize “control” as something apart from ownership on the one hand and from management on the other”. BERLE, Adolf. A; MEANS, Gardiner, C. **The Modern Corporation and Private Property**. 2nd edition. New York: Harcourt, 1967, p. 67.

⁵⁵ No original: “[...] ownership is so widely scattered that working control can be maintained with but a minority interest”. Cf.: *Ibid.*, p. 67.

⁵⁶ LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 598.

⁵⁷ Sobre o tema Lamy Filho e Bulhões Pedreira asseveram que “O poder de controle é poder de fato, e não poder jurídico. [...] O poder de controle nasce do fato da reunião na mesma pessoa (ou grupo de pessoas) da quantidade de ações cujos direitos de voto, quando exercidos no mesmo sentido, formam a maioria as deliberações da assembleia geral”. Cf.: *Ibid.*, pp. 600-601.

⁵⁸ No que tange ao assunto, os referidos autores entendem que “[...] embora em regra o direito de voto caiba ao acionista, o voto da ação gravada por usufruto pode ser atribuído ao usufrutuário, e não ao nu-proprietário. O titular do poder de controle pode ser, portanto, tanto o nu-proprietário quanto o usufrutuário das ações”. Cf.: *Ibid.*, p. 600.

⁵⁹ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

⁶⁰ Art. 243. [...] § 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

Ainda, Nelson Eizirik⁶¹ pontua alguns requisitos cumulativos, com fulcro nos escritos de Lamy Filho e Bulhões Pedreira, para que se tenha a identificação do acionista controlador: “(a) a predominância de votos nas assembleias gerais, com a eleição da maioria dos administradores; (b) a permanência dessa predominância; e (c) o uso efetivo do poder de dominação”.

Conforme exposto acima, não é suficiente apenas determinar quem é o acionista controlador, porquanto necessário identificar o poder de controle, sua vertente essencial e aquela sujeita à alienação. O referido conceito pode ser classificado, conforme leciona Fábio Konder Comparato, em interno ou externo.⁶²

É denominado poder de controle externo aquele em que “o controlador, no caso, não é necessariamente membro de qualquer órgão social, mas exerce o seu poder de denominação *ab extra*”⁶³, sendo dominado pela ideia “influência dominante”, que se passa, majoritariamente, no “plano puramente fático”⁶⁴. Como exemplo, pode-se citar situação em que há grande emissão de debêntures, de modo que “a operação debenturística pode tornar a companhia emitente subordinada à influência dominante da massa de debenturistas, notadamente quando precária a situação financeira da devedora”.⁶⁵

Não aprofundar-se-á o referido tema, porquanto não aplicável ao objeto do presente trabalho, considerando que as OPAs ocorrem no âmbito da alienação do poder de controle interno.

Neste sentido, de extrema e intrínseca relevância às OPAs, tem-se a ideia de controle interno, que é aquele que existe “toda vez que esse poder estiver em mãos de titulares de direitos próprios de acionista, ou de administradores, pessoas físicas ou jurídicas, isoladamente ou em conjunto, de modo direto ou indireto”.⁶⁶

O conceito foi, originalmente, dividido em 5 (cinco) “tipos” de controle por Berle e Means⁶⁷ com fulcro na ideia de separação entre propriedade e controle. No entanto,

⁶¹ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário e inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de 9 (Coord). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 170.

⁶² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 76.

⁶³ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, op. cit., 2013, p. 76.

⁶⁴ *Ibid.*, p. 76.

⁶⁵ *Ibid.*, p. 76.

⁶⁶ *Ibid.*, p. 74.

⁶⁷ Na clássica obra, os referidos autores propuseram “Five major types can be distinguished, though no sharp dividing line separates type from type. These include (1) control through almost complete ownership, (2) majority control, (3) control through a legal device without majority ownership, (4) minority

utilizar-se-á, aqui, a divisão adotada por Fábio Konder Comparato na clássica obra sobre o tema, “O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, porquanto direcionada e adaptada ao direito brasileiro.

Dentro desta perspectiva, tem-se a divisão do controle interno em 4 (quatro) vertentes: controle totalitário, controle majoritário, controle minoritário e controle gerencial, conforme abaixo se detalhará.

3.2.1. Controle Totalitário

A primeira divisão do controle interno proposta é o controle totalitário ou quase totalitário, que é caracterizado “pela concentração da quase totalidade de ações com direito de voto na propriedade de uma única pessoa”.⁶⁸ Fábio Konder Comparato aduz que a referida modalidade se mostra problemática no Brasil, considerando não ser comum a companhia com apenas 1 (um) acionista, ressalvada a possibilidade da subsidiária integral.

Ressalta, ainda, sobre alguns quóruns de votação que devem ser pautados na unanimidade, de modo que a existência de um outro acionista – ainda que com uma apenas uma única ação com direito a voto – seria suficiente para mitigar o controle quase totalitário e totalitário. Deste modo, não seria possível que um só acionista se valesse de sua prerrogativa para aprovar e impor toda e qualquer matéria atinente à companhia, notadamente aquelas que requerem unanimidade de acionistas para aprovação.

3.2.2. Controle Majoritário

O controle majoritário é definido por João Pedro Barroso do Nascimento como “aquele exercido por acionista e/ou grupo de acionistas que, em conjunto ou isoladamente, detém ações de determinada companhia em quantidade superior à metade do capital social votante, assegurando-lhe o poder de controle”.⁶⁹

control, and (5) management control. Of these, the first three are forms of control resting on a legal base and revolve about the right to vote of a majority of the voting stock. The last two, minority and management control are extra-legal, resting on a factual rather than a legal base”. Cf.: BERLE; MEANS, 1967, op. cit., p. 67.

⁶⁸ COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial**: direito de empresa. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 348.

⁶⁹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 51.

Comparato⁷⁰ adverte que a “fórmula acionária foi criada para se permitir a constituição de um vasto corpo acionário” e que “em todas as legislações, estabeleceu-se o princípio majoritário, notadamente em matéria de sociedade por ações”.⁷¹ Assim sendo, o controle majoritário se expressa especialmente na regra contida no art. 116 da LSA – em que pese suas disposições não obstarem o controle minoritário e o gerencial, conforme se demonstrará –, além dos diversos dispositivos legais que se refiram ao quórum de votação dos órgãos sociais, que são, em regra⁷², pautados pela maioria.

Barroso do Nascimento⁷³ pontua, ainda, a divisão do controle majoritário em 2 (duas) formas, a ver:

A tipologia do poder de controle prevê a subdivisão do controle majoritário em: (i) controle majoritário isolado, que é aquele exercido isoladamente por um único acionista detentor da maioria das ações votantes da companhia; e (ii) controle majoritário conjunto, que é aquele exercido por acionistas que, quando reúnem as suas respectivas participações acionárias, detêm a maioria do capital social votante da companhia. O controle majoritário conjunto pode também ser referido como controle compartilhado.

O mesmo tema é tratado por Comparato⁷⁴, que entende ser “usual que dois ou mais acionistas, ou grupo de acionistas, componham a maioria, associando interesses temporária ou permanentemente convergentes”.

Ainda em relação à ideia do controle majoritário conjunto, mister ressaltar que pode se operar das mais diversas formas, sendo comumente disciplinados e formalizados a partir de acordos de acionistas.⁷⁵ A reunião das ações que compõem o controle majoritário conjunto pode ser denominada como “bloco de controle”, sendo “‘bloco’ porque esse conjunto é considerado como coisa coletiva, e ‘de controle’, porque é fonte do poder de controle”.⁷⁶

⁷⁰ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013 op. cit., p. 49.

⁷¹ *Ibid.*, p. 49.

⁷² Comparato atenta, por exemplo, para a regra disposta no art. 87, § 2º das LSA, asseverando que “na fase constitutiva da sociedade anônima, a maioria não tem poder para modificar, alterar ou derrogar as cláusulas ou artigos do projeto dos estatutos”. Cf.: COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013 op. cit., p. 49.

⁷³ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 50.

⁷⁴ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013 op. cit., p. 52.

⁷⁵ Em relação ao tema, “a LSA conceitua ‘acordo de acionistas’ os contratos em que as partes são acionistas e que têm por objeto assegurar direito de preferência à aquisição de participação acionária, dispõem sobre a compra e venda de ações, ou sobre o exercício do direito de voto ou poder de controle”. Cf.: LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 129.

⁷⁶ *Ibid.*, p. 600.

3.2.3. Controle Minoritário

O controle minoritário se opera nas situações em que há grande dispersão acionária da companhia, fazendo com que o controle seja exercido por acionista detenha menos da metade do capital com direito a voto da companhia. Nelson Eizirik⁷⁷ pontua que o controle minoritário pode se dar quando “nenhum outro acionista ou grupo está organizado ou detém maior volume de ações com direito de voto” ou, então, “porque o acionista majoritário não exerce efetivamente o poder de controle”.⁷⁸

A referida situação pôde se desenvolver de modo mais expressivo a partir das mudanças realizadas pela B3, que criando os Níveis 1, 2 e Novo Mercado no mercado de capitais brasileiro e trouxe diversas proteções ao acionista minoritário, além de ter encorajado a dispersão de ações.⁷⁹

No Brasil, como ressalta Comparato, “o legislador brasileiro limitou-se a admitir, implicitamente, a possibilidade de um controle minoritário”⁸⁰, pontuando que “a existência de um controle minoritário está implicitamente reconhecida na lei, ao fixar regras de *quórum* e maioria no funcionamento da assembleia-geral”⁸¹, referindo-se à possibilidade de instalação da assembleia-geral em segunda convocação, que poderá ser realizada com qualquer número de acionistas, conforme art. 125 da LSA.⁸²

No entanto, conforme ressalvado por Comparato, “a lei brasileira estabelece uma distinção importante, ao impor, para a aprovação de certas deliberações, o concurso do voto de metade, no mínimo, do capital com direito de voto”⁸³, a exemplo

⁷⁷ EIZIRIK, 2010, op. cit., p. 178.

⁷⁸ *Ibid.*, p. 178.

⁷⁹ Calixto Salomão Filho trabalha as mudanças (ou o cenário para tanto) trazidas a partir da instituição do Novo Mercado, entendendo que “apesar de formalmente estruturado a partir de 1976 o mercado de capitais brasileiro não conseguiu no século XX jamais ser real fonte de capitalização das empresas brasileira. Em meio a desconfiança de acionistas individuais sobre os extremos poderes dados ao controlador e escândalos, provocados por especuladores – o tipo mais comum de investidor em ações no século XX no Brasil – o mercado não se desenvolveu. Foi só no início do século XXI com a nova pujança econômica brasileira e com experiências inovadoras em matéria de disciplina societária, como a proporcionada pelo Novo Mercado”, mas adverte que “ainda assim, a influência das estruturas de poder concentrado a continua a ser elemento real de limitação de desenvolvimento [...]”. Cf.: SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 34.

⁸⁰ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013 op. cit., p. 55.

⁸¹ *Ibid.*, p. 55.

⁸² Art. 125. Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembléia-geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito de voto; em segunda convocação instalar-se-á com qualquer número.

⁸³ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013 op. cit., p. 55.

do disposto no art. 136 da LSA, trazendo a ideia de que não se pode, plenamente, assegurar o controle da companhia em todas as matérias submetidas à votação.

3.2.4. Controle Gerencial

O último tipo de controle interno da companhia concebida por Berle e Means e trabalhada por Comparato é o controle gerencial (*management control*), sendo fundamentalmente diverso dos outros 3 (três) supracitados por ser o único tipo “não fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretoriais”⁸⁴. É, como o controle minoritário, visto nos casos de enorme dispersão acionária⁸⁵.

Os “controladores” geralmente operam por meio da chamada *proxy machinery*, utilizando-se de diversos mecanismos que lhe assegurem a possibilidade de que representem os acionistas de determinada companhia na assembleia-geral, geralmente fazendo-o por meio de procurações. João Pedro Barroso do Nascimento⁸⁶ ressalta, ainda, que “são usuais, também, instruções de voto acompanhando tais procurações, orientando o sentido em que o voto deverá ser exercido pelo mandatário”.

Entretanto, conforme pontua Comparato⁸⁷, em sua obra atualizada em 2013, no Brasil não há notícia de sociedade anônima aberta em que ocorra o controle gerencial, especialmente em virtude de que, na realidade brasileira, a dispersão acionária nas companhias é incomum e, quando verificada, não tão expressiva como a vista em outros países. Nada obstante, conforme se discorrerá neste trabalho, há, hoje, terreno fértil para possibilitar a referida modalidade de controle.

3.3. Aquisição do controle da companhia aberta

Como já mencionado alhures, a classificação das formas de controle acima exposta se faz mister porquanto é necessário entender como alguém interessado em

⁸⁴ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013, op. cit., p. 59.

⁸⁵ Conforme assinala Fábio Ulhôa Coelho, “a dispersão das ações é tão grande que os próprios administradores devem ser considerados os controladores da sociedade anônima, na medida em que acabam por se perpetuar na direção da companhia”. Cf.: COELHO, 2012, op. cit., p. 348.

⁸⁶ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 54.

⁸⁷ O autor aduz que “não obstante a proverbial carência de dados estatísticos em nosso país, ninguém ainda assinalou, no Brasil, a existência de companhias controladas, exclusivamente, pelos seus próprios administradores, como órgão autoperpetuante, segundo a expressão daqueles autores, em razão de extrema dispersão acionária”. Cf.: COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013, op. cit., p. 62.

adquirir o poder de controle uma companhia pode fazê-lo e, também, o quanto necessita, pecuniária e acionariamente, para tanto.

Conforme lecionam Lamy Filho e Bulhões Pedreira⁸⁸, a aquisição pode ser originária “quando resulta na formação, no patrimônio do acionista controlador, de bloco de controle que não existia – como universalidade – no patrimônio de outra pessoa”; ou derivada, que “pressupõe sua transferência [poder de controle] por pessoa que o detenha”⁸⁹, sendo indispensável que exista “(a) a existência do bloco de controle, como universalidade, no patrimônio de uma pessoa (ou grupo de pessoas”⁹⁰ e “(b) fato jurídico cujo efeito seja a transmissão da propriedade desse conjunto de ações”.⁹¹

João Pedro Barroso do Nascimento⁹² classifica 6 (seis) formas por meio das quais algum interessado possa, com a concordância da companhia-alvo ou não, adquirir ou assegurar seu o poder de controle, sendo a referida divisão vista, também, na obra de Guilherme Döring da Cunha Pereira.

Primeiramente, aduz sobre a “compra e venda negociada de ações” – o método mais comum de ações de uma companhia – por meio da qual há “a aquisição de controle da companhia-alvo realizada de forma amigável”⁹³ sendo que “tradicionalmente, é realizada mediante celebração de contrato de compra e venda de ações entre vendedor(es) e comprador(es)”⁹⁴, resultante de operação privada.

Há, também, a aquisição por meio de cessão do controle externo, que “decorre do exercício do poder de dominação em relação à companhia por alguém que não integra os seus órgãos sociais”.⁹⁵ É a definição do controle externo da companhia, conforme já mencionado e exemplificado no início deste capítulo.

Outra hipótese de aquisição de controle é a escalada acionária, que “caracteriza-se pela aquisição progressiva de pequenos lotes de ações em bolsa de valores, até que o adquirente reúna, sob sua propriedade, ações em quantidade suficiente para obter o poder de controle”.⁹⁶ A matéria é regulada pela Instrução CVM

⁸⁸ LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 601.

⁸⁹ *Ibid.*, p. 602.

⁹⁰ *Ibid.*, p. 602.

⁹¹ *Ibid.*, p. 602.

⁹² PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação do Poder de Controle Acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995.

⁹³ NASCIMENTO, 2011, op. cit., p. 73.

⁹⁴ *Ibid.*, p. 73.

⁹⁵ *Ibid.*, p. 81.

⁹⁶ *Ibid.*, p. 75.

n. 358/02, de modo que o acionista que detiver mais de 5% (cinco por cento) de ações representativa, deverá ele fazer declaração à CVM, visando à transparência quanto possível aquisição por meio de escalada acionária que possa se encontrar em curso.

O autor assevera, ainda, a atenção quanto à aquisição feita por acionista controlador, que “estará obrigado a realizar oferta pública por aumento de participação”⁹⁷, o que será tratado no Capítulo 4, abaixo.

Também é possível realizar a aquisição do controle por meio da subscrição de ações, nos termos do art. 171 da LSA. Assim, caso ocorra o aumento de capital e os acionistas não exerçam o direito de preferência e que, com a referida subscrição, altere-se a proporção acionária da companhia, estar-se-á diante de situação em que “pode conduzir o subscritor à condição de controlador”⁹⁸, desde que haja concordância do acionista controlador.⁹⁹

Outra possibilidade já aqui abordada é a situação em que sejam criadas convenções de voto, que geralmente tomam a forma de um acordo de acionistas – em que pese não ser o único formato possível, conforme aponta Barroso do Nascimento¹⁰⁰. Importante ressaltar o cumprimento de formalidades para que a companhia se obrigue a cumprir referidos acordos, nos termos do disposto no art. 118 da LSA.¹⁰¹

Por fim, Barroso do Nascimento¹⁰², assim como Cunha Pereira¹⁰³, apontam a hipótese de aquisição que é o cerne do tema aqui proposto: as Ofertas Públicas de Aquisição, que poderão ser obrigatórias ou voluntárias e amigáveis ou hostis, conforme detalhar-se-á abaixo.

⁹⁷ *Ibid.*, p. 78.

⁹⁸ *Ibid.*, p. 82.

⁹⁹ Sobre o assunto, Guilherme Döring Cunha Pereira aduz que “impõe-se que o acionista controlador esteja de acordo com a transferência e se comprometa a não subscrever a porcentagem de títulos que lhe vem assegurada pelo direito de preferência (cf. arts. 109, IV, e 171 da Lei n. 6.404/76”. Cf.: PEREIRA, 1995, op. cit., pp. 40 e 41.

¹⁰⁰ Neste sentido, “as convenções de voto capazes de alçar acionistas e/ou até mesmo terceiros externos à companhia à condição de controladores não se restringem aos acordos de acionistas” e “[...] contratos que estabeleçam penhor de ações, alienação fiduciária e/ou usufruto são igualmente capazes de promover a aquisição de controle por meio da convenção de voto”. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., pp. 84 e 85.

¹⁰¹ Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

¹⁰² *Ibid.*, p. 86.

¹⁰³ PEREIRA, 1995, op. cit., pp. 37 e 38.

4. A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES: CONSIDERAÇÕES A PARTIR DA LEI N. 6.404/76 E INSTRUÇÃO CVM N. 361/02

Fez-se, acima, um panorama geral de assunto centrais – natureza jurídica da companhia, seus órgãos, assim como os conceitos de poder de controle e formas de aquisição da companhia aberta – para que fosse possível chegar à forma de aquisição que pode ensejar uma defesa por parte das companhias abertas – a oferta pública de aquisição.

A referida modalidade de aquisição pode ser obrigatória ou voluntária, conforme abaixo se demonstrará, cada uma tendo diversas modalidades.

4.1. Considerações gerais sobre as Oferta Públicas de Aquisição

Inicialmente, faz-se mister algumas considerações essenciais quanto às ofertas públicas de aquisição, em qualquer “modalidade” que seja. A matéria é mormente tratada na LSA – diversos de seus dispositivos remetem às OPAs obrigatórias e os fundamentos basilares das OPAs voluntárias –, na Instrução CVM n. 358/02, relativa à divulgação de informação e fatos relevantes, e na Instrução CVM n. 361/02, que traz de modo organizado as modalidades de OPA existentes e principais regras atinentes a elas.

Considerando ser o diploma mais específico e compilado sobre o tema, tratar-se-á mormente da normativa contida na Instrução CVM n. 361/02. Assim, para além dos princípios gerais que pautam o direito societário, o referido diploma legal estipula alguns princípios e regras aplicáveis às OPAs *lato sensu*, o que inclui, mas não se limita a: (i) isonomia entre titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA (art. 4º, I); (ii) tratamento equitativo aos destinatários e disponibilização de informação quanto à companhia alvo e ao ofertante para que seja possível tomar uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA (art. 4º, II); (iii) intermediação por instituição financeira com carteira de investimentos ou por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários; (iv) preço uniforme da OPA, sendo ressalvada a possibilidade de que sejam lançados preços diferentes conforme classe e espécie de ações, desde que compatível com a modalidade que está sendo operacionalizada (art. 4º, V); (v) sujeição da OPA a condições que não dependam de atuação direta ou indireta do ofertante ou de

pessoas vinculadas (art. 4º, VIII); e (vi) a imutabilidade e irrevogabilidade das OPAs (art. 4º, IX).

No que tange à regra da imutabilidade e da irrevogabilidade, o próprio dispositivo ressalva que suas exceções estão contidas nas hipóteses previstas no art. 5º do mesmo diploma legal, estipulando as seguintes possibilidades de modificação ou retirada da OPA: (i) modificação da oferta em favor dos destinatários (art. 5º, I, parte 1); (ii) renúncia, pelo ofertante, de condição por ele estabelecida para a efetivação da OPA (art. 5º, I, parte 2); (iii) a retirada da OPA quando for sujeita a registro, o que somente se operará mediante autorização prévia e expressa da CVM (art. 5, II); e (iv) retirada de OPA não sujeita a registro, o que independerá de autorização da CVM, mas podendo apenas ser realizada em estrita conformidade com os termos e condições previstos no respectivo instrumento (art. 5º, III).

De modo geral, o disposto acima se aplica a todas as formas de OPA previstas na legislação. Há diferença, contudo, entre as OPAs sujeitas a registro, que, como regra¹⁰⁴, são aquelas obrigatórias, e as OPAs voluntárias, gênero no qual se incluem as OPAs hostis, oportunidade em que se explicitará o tratamento diferenciado quanto às modalidades de OPA.

Assim, realizar-se-á, abaixo, uma breve exposição sobre os tipos de OPA existentes no ordenamento jurídico brasileiro para que seja possível, então, abordar o tema central do presente trabalho.

4.2. A Oferta Pública de Aquisição Obrigatória

A oferta pública de aquisição obrigatória é aquela que, conforme já explicitado em seu nome, tem caráter de obrigatoriedade por força legal, mormente por disposição da LSA, sendo regulamentada pela Instrução n. 361/02 da CVM.

Dentro dessa classificação, inserem-se: (i) a OPA obrigatória por cancelamento de registro (art. 4º, § 4º da LSA c/c art. 2º, I da Instrução CVM n. 361/02; (ii) a OPA obrigatória por aumento de participação (art. 4º, § 6º da LSA c/c art. 2º, II da Instrução CVM n. 361/02; e (iii) a OPA obrigatória por alienação de controle (art. 254-A da LSA c/c art. 2º, III da Instrução CVM n. 361/02).

¹⁰⁴ Exceção à referida regra é a OPA voluntária (de qualquer tipo) que envolva a permuta de valores mobiliários, hipótese na qual será necessário registrar a OPA junto à CVM, nos termos do art. 2º, § 1º da Instrução CVM n. 361/02.

4.2.1. Cancelamento de Registro

O art. 4º da LSA define que companhia aberta é aquela cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, sendo que somente poderão ser negociados se emitidos por companhia registrada junto à CVM. Caso a companhia tenha interesse em realizar o fechamento de seu capital o que, como consequência, inviabilizará “a negociação dos valores mobiliários de sua emissão no mercado de valores mobiliários”¹⁰⁵, deverá ela realizar OPA obrigatória para cancelamento de seu registro.

Conforme dispõe o art. 2º, I da Instrução CVM n. 361/02, a OPA para cancelamento de registro é OPA obrigatória “como condição do cancelamento do registro para a negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários”. A questão é, ainda, disciplinada pelo art. 4º, § 4º da LSA, que determina a realização de OPA para adquirir a totalidade das ações da companhia em circulação no mercado, impondo diversas condições para tanto.¹⁰⁶

A referida modalidade de OPA visa justamente proteger aqueles acionistas que, em uma perspectiva de investimento em companhia que possui capital aberto – com forte natureza de sociedade de capital –, encontram-se, de modo repentino, em uma sociedade que busca se retirar de tal posição. Inclusive, por vezes a companhia que visa ao cancelamento é permeada por características das sociedades de pessoas, sendo até possível sua dissolução parcial por quebra de *affectio societatis*.¹⁰⁷

¹⁰⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, 4ª edição. São Paulo: Saraiva, 2002, 1º volume, p. 69.

¹⁰⁶ § 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

¹⁰⁷ O tema é pacificado na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, que entende que deve haver pelo menos 3 (três) requisitos para tal caracterização da sociedades anônimas: (i) cláusulas restritivas à livre circulação de ações; (ii) estar sob a forma de sociedade anônima fechada; e (iii) caráter familiar ou fechado, sendo que as qualidades pessoais dos sócios são de relevância para o desenvolvimento das atividades da companhia”. Cf.: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. **REsp: 917531 RS 2007/0007392-5**, Relator: Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, Data de Julgamento: 17/11/2011, T4 - QUARTA TURMA, Data de Publicação: DJe 01/02/2012.

4.2.2. Aumento de Participação

A OPA por aumento de participação é fundamentada na ideia do acionista controlador¹⁰⁸ que adquire ações que elevem, direta ou indiretamente, sua participação na companhia de modo que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes. Assim, deverá a OPA ser realizada para que se possibilite a aquisição das referidas ações remanescentes o mercado, nos termos do art. 4º, § 6º da LSA.¹⁰⁹

Nos termos do disposto no art. 2º, II da Instrução CVM n. 361/02, “é a OPA obrigatória, realizada em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta”. Ainda, o referido diploma legal, respeitando o comando contido no art. 4º, § 6º da LSA, especifica qual é a porcentagem que pode causar um gatilho à OPA por aumento de participação em seu art. 26, dispondo o montante de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação. Destaque-se, também, que a aquisição, pelo acionista controlador, da quantidade ações na quantia supracitada deve se dar por instrumento que não uma OPA.

Ainda, poderá o acionista controlador requerer à CVM autorização para que não realize a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, que será contado a partir da aquisição, nos termos do art. 28 da Instrução CVM n. 361/02.

4.2.3. Alienação de Controle

A OPA por alienação de controle é, talvez, a modalidade de OPA mais trabalhada pela doutrina e com a maior aplicação prática, tendo diversas vezes sido objeto de discussão e reflexão.

Originalmente previsto no art. 254 da LSA, teve sua existência revogada pela Lei n. 9.457/97 – o que representou um grande retrocesso na legislação societária,

¹⁰⁸ O termo abarca, também, a noção de que seja o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, nos termos do dispositivo legal, sendo assim entendido para fins de definição.

¹⁰⁹ § 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.

conforme pontuado por Nelson Eizirik¹¹⁰. Posteriormente, visando à correção do equívoco realizado, a disposição foi reintroduzida no ordenamento jurídico brasileiro por meio da Lei n. 10.303/01, que incluiu o art. 254-A na LSA.

O referido dispositivo merece, tamanha sua importância, transcrição integral, a ver:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Encontra-se, também, dispositivo relativo à OPA por alienação de controle no art. 2º, III da Instrução CVM n. 361/02, que a define como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, devendo a OPA ser apresentada à CVM pelo adquirente em até 30 (trinta) dias contados da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações representativas do controle (art. 29, § 2º).

Conforme se depreende, a alienação de controle da companhia aberta – que pode se dar de diversas formas, como mencionado alhures, entendendo Nelson Eizirik pela aplicação *lato sensu* do termo¹¹¹ –¹¹² – causará gatilho à realização da referida modalidade de OPA, que visa à aquisição das ações dos sócios minoritários da companhia e, assim, constituindo-se verdadeiro direito de *tag along*.¹¹³

Na própria redação do art. 254-A, o preço a ser pago aos acionistas alvo da OPA por alienação de controle será de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do valor

¹¹⁰ O autor entende que a revogação do art. 254 da LSA “constitui inequívoco retrocesso em nosso Direito Societário, pois foi altamente lesiva aos interesses dos acionistas minoritários. Ademais, propiciou o surgimento de situações de abusos praticados pelos controladores” Cf.: EIZIRIK, Nelson. Oferta Pública de Aquisição na Alienação do Controle de Companhia Aberta. **Revista Jurídica Empresarial**, Sapucaia do Sul: Notadez, ano 3, n. 14, 2010, p. 12.

¹¹¹ No que tange à alienação de controle, entende o autor que “Assim, o art. 254-A da Lei das S/A confere uma acepção ampla à expressão alienação de controle acionário, nela incluindo, além da venda direta de ações que compõem o bloco de controle, os casos de alienação indireta ou de alienação por etapas do controle”. Cf.: EIZIRIK, 2010, p. 07.

¹¹² A Instrução CVM n. 361/02 conceitua, também de modo amplo, o que seria alienação de controle, nos termos de seu art. 29, § 4º, que dispõe “Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76”.

¹¹³ Sobre o tema, vide: PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Aquisições Obrigatória nas S.A.: Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

pago por ação com direito à voto que seja integrante do bloco de controle. Contudo, pode o adquirente do controle oferecer prêmio para os acionistas que optem por permanecer na companhia, nos termos do § 4º do referido dispositivo.¹¹⁴

Em que pese a LSA não quantificar esse prêmio, a Instrução CVM n. 361/02 cuidou da matéria, dispondo que deverá, no mínimo, ser “equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle” (art. 30, *caput*), sendo “a cotação média ponderada das ações objeto da oferta, nos últimos 60 (sessenta) pregões realizados antes da divulgação do aviso de fato relevante que der notícia da alienação de controle” (art. 30, § 2º).

As funções da referida oferta pública de alienação de controle são várias e deveras relevantes, conforme bem pontua Pedro Testa¹¹⁵:

As already seen, the mandatory bid rule is a very important regulatory tool in protecting the non-controlling shareholders against:

(i) **the pressure to tender their shares**— normally achieved by means of a rule that enables the non-acceptor to sell his shares for a period of time after the bid – ex ante effect of the rule; (ii) the acquisition of control over the whole of a company’s assets by the purchase of only a proportion of the shares. **The rule removes the incentive for the controller to exploit the private benefits of control and channels acquirers towards acquisitions whose financial rationale is based on more efficient exploitation of the company’s assets – ex post impact of the rule**; (iii) the abuse of the new controller — the exit right, which departs from the assumption that the minority protection remedies are weak, either because the law does not provide any remedy or because the burden of proof is too high, too costly, or both —, **granting to the minority shareholders an effective way out, since it is presumed that upon a change of control the minority interests are likely to be affected.** (grifo nosso)

Por não ser o foco da presente discussão, não adentrar-se-á, aqui, na natureza jurídica da OPA por alienação de controle ou se constitui uma proteção válida aos acionistas minoritários ou, ainda, seus efeitos positivos e negativos na esfera econômica da companhia e do adquirente. Ressalte-se, no entanto, que não é instituto imune de críticas e questionamentos.

4.3. A Oferta Pública de Aquisição Voluntária

¹¹⁴ § 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

¹¹⁵ TESTA, Pedro, The Mandatory Bid Rule in the European Community and in Brazil: A Critical View **SSRN Journal**, August 2006. Disponível: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=943089>. Acesso em: 10 nov. 2019.

As ofertas públicas de aquisição voluntárias se apresentam como o cerne do presente trabalho, considerado que é dentro desta classificação que se encontra a OPA hostil, conforme abaixo se demonstrará.

A Instrução CVM n. 361/02, em seu art. 2º, IV, trata sobre a OPA voluntária de modo bastante abrangente, sendo definida como a OPA que “visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores”. É, então, definida por um critério de exclusão, sendo qualquer OPA que não aquelas obrigatórias por comando legal.

As OPAs voluntárias são divididas na Instrução CVM n. 361/02 em duas “modalidades”: (i) OPA para aquisição de controle de companhia aberta, definida como “a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei n. 6.404/76” (art. 2º, V); e (ii) OPA concorrente, sendo a “OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações já abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM” (art. 2º, VI).

Faz-se necessário ressaltar, desde já, que este tópico abordará de modo aprofundado somente a OPA para aquisição de controle de companhia aberta, considerando a OPA concorrente será oportunamente trabalhada no Capítulo 5, abaixo, porquanto pode ser classificada como um dos instrumentos de proteção da companhia contra OPA hostil (e.g. defesa do *white knight*).

4.3.1. A Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhia Aberta

Inicialmente, faz-se mister frisar que as OPAs para aquisição de controle de companhia aberta se operam mormente dentro da lógica de dispersão acionária, entendimento que se mostra pacífico na doutrina, conforme se depreende das análises feitas por Eduardo Secchi Munhoz¹¹⁶, Luis André Negrelli de Moura

¹¹⁶ Sobre o tema, discorre o autor que “A Lei das S.A. concebeu duas formas de aquisição de controle acionário, uma relacionada à companhia com acionista controlador (alienação de controle – art. 254-A) e outra adequada à companhia com dispersão acionária (aquisição de controle mediante oferta pública – art. 257)”. Ainda, aduz que “com o surgimento do fenômeno da dispersão acionária no Brasil, a partir de meados dos anos 2000, o direito societário brasileiro, depois de décadas, vota sua atenção à aquisição de controle mediante oferta pública”. Cf.: MUNHOZ, 2013, op. cit., pp. 311-312.

Azevedo¹¹⁷ e Carlos Augusto da Silveira Lobo.¹¹⁸

O referido instituto tem suas raízes especialmente no direito estadunidense e no direito inglês, nos quais as *takeover bids*, operadas por meio *tender offers*¹¹⁹, nomenclatura estrangeira das OPAs para aquisição de controle, se mostram de modo muito mais frequente do que no direito brasileiro.

As OPAs para aquisição de controle de companhia aberta têm suas raízes jurídicas mormente no art. 257 da LSA e, com fulcro em seu § 4º¹²⁰, na Instrução n. 361/02 da CVM. Ainda, conforme leciona Modesto Carvalhosa, têm liame indissociável com o disposto no art. 427¹²¹ do Código Civil, de modo que são uma “declaração unilateral de vontade, tendo efeitos vinculantes por si mesma, e criando obrigações para o ofertante, mesmo que o contrato de aquisição de ações, cuja realização se almeja, não venha a existir”¹²². Assim, adverte o autor que a oferta constitui “um ato jurídico autônomo, não se confundido com o contrato para cuja formação contribui”.¹²³

O mesmo posicionamento é adotado por Eduardo Secchi Munhoz, que também aponta a aplicação complementar, para além das normas do direito societário, do art. 429 do Código Civil, que regula as ofertas públicas, sendo que o contrato somente se forma quando a oferta é aceita por seus destinatários¹²⁴. Neste

¹¹⁷ Moura Azevedo, ao analisar as OPAs por aquisição de controle, expõe que “somente se justifica em uma companhia submetida ao controle minoritário ou gerencial, o que, por sua vez, pressupõe a dispersão da maioria do capital votante entre diversos acionistas [...]”. Cf.: AZEVEDO, Luis André Negrelli de Moura. A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de Aragão [coord.]. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 85 *apud* NASCIMENTO, 2011, op. cit., p. 58.

¹¹⁸ Comenta o autor que “quando a maioria das ações com direito a voto encontra-se em circulação, dispersa no mercado, o poder de controle pode ser tomado através de uma oferta pública de aquisição de ações (OPA), a despeito ou mesmo contra a vontade de quem detém o controle da companhia Cf.: LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., pp. 1481-1482.

¹¹⁹ As *tender offers* remetem à ideia da OPA para aquisição de ações no geral, não necessariamente importando na aquisição de controle, sendo que as OPAs que visam a aquisição são as denominadas *takeover bids* (que são instrumentalizadas por meio de uma *tender offers* que seja suficiente para caracterizar a aquisição de controle). Sobre o tema, vide: COHEN, Milton H. Tender Offers and Takeover Bids. **The Business Lawyer**, vol. 23, no. 3, 1968, p. 611-620. Disponível em: <www.jstor.org/stable/40684305>. Acesso em: 10 nov. 2019.

¹²⁰ Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante. [...] § 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle.

¹²¹ Art. 427. A proposta de contrato obriga o proponente, se o contrário não resultar dos termos dela, da natureza do negócio, ou das circunstâncias do caso.

¹²² CARVALHOSA, 2002, op. cit., p. 209.

¹²³ *Ibid.*, p. 209.

¹²⁴ MUNHOZ, 2013, op. cit., p. 314.

sentido, o referido autor aponta uma importante distinção entre as ofertas públicas de aquisição de ações e as ofertas públicas de aquisição de controle, sobre o que discorre:

Para qualificar oferta de aquisição de controle, é pacífico que as ações adquiridas não precisam integrar bloco de controle anterior, ou ser de titularidade de acionista controlador. Basta haver aquisição de ações. Nessa linha, a integração do elemento controle, necessário para tipificar o negócio de aquisição mediante oferta pública, dá-se pela análise do bloco de controle em função do adquirente. É preciso verificar se, por força da aquisição de ações, forma-se no patrimônio do adquirente um bloco de controle, ou seja, um conjunto de ações capaz de lhe assegurar o exercício do poder de controle.¹²⁵

Neste ponto, vislumbra-se outro grande debate quanto às ofertas públicas de aquisição de controle de companhia aberta: se a aquisição será de controle originário ou derivado. Neste tema, o transcrito supra evidencia que a OPA para aquisição de controle pode ter natureza originária, considerando que não necessariamente se destina às ações integrantes do acionista controlador ou do bloco de controle da companhia.

Secchi Munhoz assinala, ainda, que a operação prevista no art. 257 da LSA é de aquisição originária¹²⁶, posição adotada, também, por Carlos Augusto da Silveira Lobo, no sentido de que “a aquisição é originária, pois o bloco de controle não é transmitido ao adquirente como uma universalidade previamente existente em outro patrimônio”¹²⁷, concluindo que “[o bloco de controle] é criado pelo próprio adquirente com a reunião das ações adquiridas através da oferta pública”.¹²⁸

Frise-se que, independentemente do modo de aquisição do controle – sendo originário por meio de OPA de aquisição de controle ou negócio privado de cessão do bloco de controle¹²⁹ –, a efetiva alienação do controle da companhia ensejará a aplicação do art. 254-A da LSA, devendo ser realizada OPA por alienação de controle.

¹²⁵ *Ibid.*, p. 316.

¹²⁶ *Ibid.*, p. 316.

¹²⁷ LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 1482.

¹²⁸ *Ibid.*, p. 1482.

¹²⁹ O tema foi trabalhado no Capítulo 3.3 deste trabalho, mas faz-se mister complementar a posição adotada de Carlos Augusto da Silveira Lobo no sentido de que “no contrato de cessão de controle o bloco de controle formado no patrimônio do acionista controlador é transmitido ao adquirente por negócio celebrado fora do mercado de valores mobiliários e a lei só intervém na autonomia da vontade da partes para submeter a eficácia da alienação de controle à condição suspensiva ou resolutiva de realização de oferta pública aos minoritários, nos termos do artigo 254-A da LSA”. Cf.: LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p.1482.

Além disso, nos termos do *caput* art. 257 da LSA, as OPAs somente poderão ser realizadas “com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante”, visando à garantia de recebimento dos valores referentes às ações vendidas pelos acionistas e dando-os segurança.

A LSA não dispõe sobre a natureza de tal obrigação contraída pela instituição financeira, de modo que a doutrina se debruça sobre ser uma garantia solidária ou, então, subsidiária. Adota-se, aqui, a posição de que solidariedade nunca se presume – conforme preconiza o art. 265 do Código Civil –, de modo que, não sendo expressamente disposta como garantia solidária, não poderá, como corolário lógico, ser assim considerada, nos termos do exposto por Sérgio Campinho.¹³⁰

Ademais, dispõe o art. 258 da LSA que o contrato que disciplinará a OPA deverá cumprir diversos requisitos, como ser firmado pelo ofertante e pela instituição financeira que garante o pagamento, ser publicado na imprensa, e, ainda, conter: (i) o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo; (ii) preço e condições de pagamento; (iii) subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio caso o número máximo de aceitantes seja ultrapassado; (iv) o procedimento de aceitação e transferência das ações dos acionistas aceitantes; (v) o prazo e a validade da oferta; e (vi) informações sobre o ofertante.

Ressalte-se que diversas outras condições são impostas às OPAs para aquisição de controle. O presente tópico buscou trabalhar as principais considerações atinentes à referida modalidade de OPA e, abaixo, abordar-se-á outros termos e condições pelos os quais devem se pautar.

4.4. A Oferta Pública de Aquisição Hostil

¹³⁰ O referido autor muito bem pontua que “[...] o art. 257 da Lei n. 6.404/76 em momento algum indica uma solidariedade, como se verifica exemplificativamente no art. 108, no § 2º do art. 117 e nos §§ 2º, 4º e 5º do art. 158 do mesmo diploma. Limita-se a dispor que a oferta pública para aquisição de controle somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante. A garantia, nesse caso, perfaz-se em caráter subsidiário, pois a lei não impõe que seja solidária. O garantidor, em princípio, responde na falta do ofertante. Para essa garantia derivada da lei passar a ser solidária, terão as partes que dessa forma estipular no respectivo instrumento de contratação. Mas essa estipulação é facultativa, sendo bastante, para atender o requisito legal, a contratação de uma garantia subsidiária”. Cf.: CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial**: sociedade anônima, 4ª ed., São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

Como exposto supra, as ofertas públicas de aquisição de controle podem ser “amigáveis” ou “hostis”.

As OPAs amigáveis são assim denominadas por estarem em convergência para com os desejos da companhia alvo (ou pelo menos de seus acionistas e/ou controladores), e, em virtude disto, geralmente são realizadas por meio de instrumentos privados. Contudo, como bem aponta João Pedro Barroso do Nascimento¹³¹, “não se devem excluir as ofertas públicas de aquisição de ações como mecanismo realizado também nos casos de operações amigáveis”, sendo um instrumento eficaz para adquirir o controle de uma companhia sem que seja necessária a interferência de sua administração¹³².

Nada obstante a possibilidade de que o instrumento seja utilizado de modo amigável, geralmente as ofertas públicas de aquisição de controle visam à aquisição de companhia-alvo que, pelas mais diversas razões existentes, não deseja ser adquirida, havendo resistência por parte de seus controladores, acionistas e/ou Conselho de Administração. Operam-se, assim, as OPAs hostis, cerne do presente trabalho.

Sobre o tema, aponta Marco Solino Milhazes Morais¹³³ que:

A OPA hostil é apenas uma designação para identificar a oferta que é efetuada sem o acordo da Administração da sociedade visada e ‘não significa que se trate de uma oferta em que os métodos utilizados sejam ilícitos. Trata-se tão somente de uma expressão que visa assegurar uma carga negativa a um tipo de oferta que é perfeitamente natural’.

As críticas à utilização do termo “hostil” também aparecem no Brasil, conforme aponta Carlos Martins Neto, ao se referir à análise feita por Daniel Côrrea d’Agostini, no sentido de que o referido termo teria sido traduzido incorretamente do inglês *hostile takeovers*, “a qual traz uma forte carga de agressividade e poder acirrar ainda mais a

¹³¹ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 72.

¹³² Sobre o tema, João Pedro Barroso do Nascimento aduz, ainda, que “Ao contrário dos métodos frequentes de aquisição do controle de companhias, as ofertas públicas podem ser realizadas pelo ofertante diretamente aos acionistas da companhia-alvo, em regra, sem a interferência da administração da companhia-alvo. Os investidores de mercado detentores de ações de emissão da companhia-alvo poderão aceitar a oferta pública realizada pelo ofertante e, neste caso, se a quantidade de ações envolvida na operação for capaz de permitir que o terceiro interessado adquira o controle da companhia-alvo, a aquisição será concretizada”. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., pp. 72-73.

¹³³ MORAIS, Marco Solino Milhazes. **OPA Hostil**: dos conflitos de interesses. Porto: Universidade Católica do Porto, 2015, p. 11.

competição não-saudável entre as companhias”¹³⁴, sugerindo, assim, a adoção do termo “oferta não solicitada”.¹³⁵

Data venia aos referidos autores, adotar-se-á, neste trabalho, a expressão “hostil” – não somente por ser o termo consolidado na doutrina –, mas, especialmente, por se tratar majoritariamente de ofertas que efetivamente se mostram hostis e indesejadas, contando com expressiva resistência da companhia-alvo. Ademais, ao se adotar o termo “oferta não solicitada”, conforme sugerido, novamente se estaria incorrendo em erro de tradução, porquanto as *unsolicited bids* não se mostram como sinônimo exato de *hostile bids*¹³⁶, que ensejam as *hostile takeovers*.

Assim sendo, adota-se a expressão “hostil” para apresentar a ideia de resistência por parte da companhia-alvo (pelas mais diversas vertentes possíveis), adequando-se, assim, ao exposto por Milhazes Moraes, transcrito supra, à doutrina portuguesa¹³⁷, à brasileira e aos principais conceitos sobre o tema na doutrina estadunidense e britânica, expoentes no que tange às *hostile takeovers*, conforme se mostrará a seguir.

4.4.1. A Regulamentação da Oferta Pública de Aquisição Hostil

As *hostile takeovers*, como mencionado acima, se desenvolveram nos mercados estadunidense e britânico, notadamente considerando a marcada natureza dispersa do controle acionário nas companhias abertas dos referidos países¹³⁸,

¹³⁴D'AGOSTINI, Daniel Corrêa. A oferta pública de ações como mecanismo de proteção à dispersão acionária: a realidade brasileira da poison pill. 2007. 59f. Monografia (Graduação em Direito). Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2007, p. 27 *apud* MARTINS NETO, Carlos. **Dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills**: breves reflexões. Revista Semestral de Direito Empresarial – n. 5, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 22.

¹³⁵ *Ibid.*, p. 22.

¹³⁶ A *unsolicited bid* é definida pelo Investopedia como “an offer made by an individual, investors, or a company to purchase a company that is not actively seeking a buyer”. Neste sentido, em que pese a *unsolicited bid* ser uma *takeover bid*, ela somente se mostrará como “hostil” se houver resistência por parte da companhia-alvo. Cf.: DHIR, Rajeev. 2019. *In: Unsolicited Bid Definition*. Apr. 25. 2019. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/u/unsolicited-bid.asp>>. Acesso em: 09 nov. 2019.

¹³⁷ Ressalta Sérgio Bastardinho de Mesquita Dinis que “o termo hostil resulta da ideia de conflito face à sua rejeição por parte do OAd. da sociedade visada [...] não estamos por isso, ao contrário do que poderia parecer resultar do termo, perante uma ideia de hostilidade contra a sociedade alvo”. Cf.: DINIS, Sérgio Bastardinho de Mesquita. **OPA: A regra da não frustração**. Porto: Universidade Católica do Porto, 2015, p. 10. Disponível em: <<https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/18674/1/OPA%20-%20A%20Regra%20da%20N%C3%A3o%20Frustra%C3%A7%C3%A3o.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

¹³⁸ Sobre o tema, John Armour e David A. Skeel Jr. apontam a referida característica como fundamental, considerando que “a distinguishing feature of the so called ‘Anglo-American’ system of corporate governance is that share ownership in public corporations is dispersed”. Cf.: ARMOUR, John; SKEEL

diferentemente do que ocorre no Brasil.¹³⁹ Em que pese a similaridade nas características do mercado de capitais, alerta-se para a grande diferença no que tange à regulação das *hostile takeovers*.¹⁴⁰

Nos Estados Unidos, o instituto das *hostile takeovers* é conhecido e aplicado desde o início do Século XX, com suas primeiras regulamentações a partir do *Companies Act*, em 1929, e do *Securities Exchange Act*, em 1934. No entanto, a regulação da matéria se tornou bastante expressiva na década de 80, período no qual houve um enorme número de *takeovers* nos Estados Unidos¹⁴¹, o que fez com que a jurisprudência estadunidense – notadamente por meio da *Delaware Supreme Court*, principal corte dos Estados Unidos em matéria corporativa e, especialmente, em operações de M&A – se dedicasse profundamente ao referido instituto.¹⁴²

No Reino Unido, a matéria é regulada pelo *City Code on Takeovers and Mergers*, um código feito pelo *Panel on Takeovers and Mergers* – órgão regulatório britânico sobre questões relativas a M&A – que dispõe de diversas regras sobre o tema, trazendo um sistema regulatório substancialmente diferentemente daquele

JR., David A. **Who Writes the Rules for Hostile Takeovers and Why?** The peculiar divergence of US and UK takeover regulation. Philadelphia: University of Pennsylvania Law School, 2007, p. 1728.

¹³⁹ Alerta Fábio Konder Comparato que “essa realidade [grande dispersão acionária] é marginal no Brasil, onde ainda é extremamente elevado o grau de concentração acionária das empresas [...]”. Cf.: COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013, op. cit., p. 168.

¹⁴⁰ John Armour e David A. Skeel Jr. escreveram artigo ressaltando as diferenças entre os dois sistemas regulatórios, entendendo que “given that this mechanism is thought to be pivotal to making dispersed ownership viable, it is strange that so little attention has been paid to the significant differences in the way in which takeovers are regulated between the two systems that together comprise the ‘Anglo-American’ model. Both the *mode* and the *substance* of the regulation are startlingly different”. Cf.: ARMOUR, John. ARMOUR; SKEEL JR., 2007, op. cit., pp. 1728 e 1729.

¹⁴¹ Sobre o tema, Marina Martynova e Luc Renneboog discorrem que “The fourth takeover wave commenced in 1981, when the stock market had recovered from the preceding economic recession. The start of the fourth wave coincided with changes in antitrust policy, the deregulation of the financial services sector, the creation of new financial instruments and markets (e.g. the junk bond market), as well as technological progress in the electronics industry. The market for corporate control at that time was characterized by an unprecedented number of divestitures, hostile takeovers, and going-private transactions (LBOs and MBOs)”. Cf.: MARTYNOVA, Martina; RENNEBOOG, Luc. A Century of Corporate Takeovers: what have we learned and what do we stand. **Journal of Banking and Finance**, ECGI, 2008, p. 06.

¹⁴² Em seu aprofundado estudo sobre o tema, João Pedro Barroso do Nascimento cita diversos casos em que a referida corte trabalhou com a matéria das *hostile takeovers*, a exemplo dos paradigmáticos julgados *Moran v. Household International Inc.* – que reconheceu como válidos os *shareholders rights plans*, uma das principais *poison pills* existentes, conforme se demonstrará posteriormente –; *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, em que o tribunal trabalhou a ideia da mitigação do dever fiduciário dos administradores de uma companhia quando defronte uma *hostile takeover*; e *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, no qual a corte atenuou a aplicação do *business judgement rule*. Diversos são outros casos chave para o tema, que serão oportunamente trabalhos mais a frente quando da análise dos instrumentos de proteção da companhia aberta. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 96.

experimentado nos Estados Unidos, não só formalmente, mas, também, no conteúdo das normas, conforme apontam John Armour e David A. Skeel Jr.¹⁴³

No Brasil, por sua vez, o sistema jurídico das ofertas públicas de aquisição (inclusive as hostis), como já exposto neste trabalho diversas vezes, encontra suas raízes na LSA e na Instrução CVM n. 361/02. Nada obstante, relembra Modesto Carvalhosa¹⁴⁴ sobre a primeira oferta pública de aquisição hostil ocorrida no Brasil, que foi prévia à edição dos referidos diplomas legais:

A primeira *tender offer* agressiva surgida no Brasil ocorreu em outubro de 1971, através da qual a Macrosul S.A. procurou tomar o controle do Sulbanco. O anúncio da *takeover bid* ocorreu em 15 de outubro de 1971, em Porto Alegre. A oferta pública fracassou e a Macrosul a retirou. Entretanto, a questão sobre a legalidade dessa oferta pública suscitou discussão, daí surgindo a tendência de regulá-la na lei societária. Tal acabou ocorrendo com a promulgação da Lei n. 6.404, de 1976 (arts. 254, 255, 257 e 263).

Contudo, desde então, não se mostrou expressivo, especialmente ao se analisar dentro de parâmetros estadunidenses e europeus, o número de tentativas de realizar oferta pública de aquisição hostil, mormente em virtude das características do mercado de capitais brasileiro. A tendência¹⁴⁵, no entanto, é que o referido número se aumente ao passo em que as companhias abertas cada vez mais se inserem em perspectivas de maior dispersão acionária. Serão trabalhadas, no capítulo abaixo, as últimas tentativas de OPA hostil que ocorreram no ordenamento jurídico brasileiro e, também, as principais perspectivas para o futuro.

Por fim, muito se falou ao longo deste último capítulo quanto às Ofertas Públicas de Aquisição e, neste tópico, quanto àquelas hostis. O cerne do presente trabalho é, como mencionado alhures, estudar e analisar os diversos instrumentos de

¹⁴³ Os referidos autores notam que, no Reino Unido “the Panel responds in a flexible and well-informed fashion to disputes and governs their resolution in “real time”, enquanto nos Estados Unidos “In contrast, most U.S. takeovers are governed by the courts of Delaware. As courts go, these are quick and flexible, but they nevertheless tend to lend an *ex post* flavor to dispute resolution”. Ainda, ressaltam que “the content of takeover regulation differs just as markedly on the two sides of the Atlantic”. Cf.: ARMOUR e SKEEL JR., 2007, op. cit., p. 1729.

¹⁴⁴ CARVALHOSA, 2002, op. cit., p. 201.

¹⁴⁵ É a análise feita por Erik Oioli que, em sua tese de doutorado, considera que “também como já demonstrado, ainda que restrito ao Novo Mercado, é possível identificar atualmente um conjunto representativo de companhias com capital disperso e uma tendência à dispersão *lato sensu* do capital entre inúmeros acionistas, sem a clara definição de um grupo de controle ou com um controle exercido sobre a frágil situação da titularidade de menos da metade das ações com direito a voto”. Cf.: OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas**, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2013, p. 80.

proteção à disposição da companhia aberta contra as tentativas de OPA hostil que podem ser contra si feitas.

Conforme se depreende do conteúdo dos referidos diplomas legais, já bastante analisados nos últimos 2 (dois) capítulos, os instrumentos de proteção lá existentes se apresentam de modo bastante discreto. Tal moderação e timidez, se apresentam, quiçá, em virtude da multidisciplinariedade inerente às OPAs, que se encontram permeadas por diversas vertentes, jurídicas, econômicas, financeiras, regulatórias, enfim, representada por uma miríade de agentes que disciplinam o tema.

Assim, o próximo capítulo visa à análise dos mais diversos instrumentos de proteção existentes no ordenamento jurídico brasileiro (e, por vezes, a possibilidade de importação de medidas existentes em modelos jurídicos estrangeiros, notadamente aquelas existentes nos Estados Unidos e na Europa). Para tanto, buscar-se-á instrumentos de proteção das mais variadas naturezas – estatutária, contratuais e institucionais.

5. INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO DA COMPANHIA ABERTA CONTRA A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL

Os instrumentos de proteção, que também podem ser chamados de medidas defensivas, das companhias abertas contra ofertas públicas de aquisição hostis são comumente chamados, notadamente no Brasil, de *poison pills*.

Nada obstante, ressalte-se que estas são espécies do gênero das medidas defensivas, de modo que existem outros termos mais adequados – por não se confundirem com os em espécie – que podem ser utilizados para se referir às medidas defensivas *lato sensu* que não as *poison pills*, como *shark repellents* e *porcupine provisions*.

5.1. Considerações acerca das classificações dos instrumentos de proteção

Adotar-se-á, aqui, a classificação trazida por Barroso do Nascimento¹⁴⁶ quanto à tipologia dos instrumentos de proteção da companhia contra oferta pública

¹⁴⁶ NASCIMENTO, 2019, op. cit., pp. 165-171.

de aquisição hostil, que podem ser: (i) preventivos ou posteriores ou (ii) estatutários, contratuais ou institucionais.

5.1.1. Medidas Preventivas e Posteriores

A depender do momento em que são instituídas, as medidas podem ser preventivas – se realizadas antes¹⁴⁷ da OPA hostil – ou posteriores, quando já há uma tentativa de aquisição em curso. A relevância entre o momento em que – e por quem – a medida é adotada é de fundamental relevância, conforme aponta Barroso do Nascimento, “nas discussões sobre a violação de deveres de administração e eventual aplicação de responsabilidade aos administradores, em decorrência da adoção de medidas defensivas diante de oferta hostil”.¹⁴⁸

No Brasil, a medida defensiva se torna posterior a partir da comunicação oficial da OPA ao mercado, conforme disposto no art. 4º-A da Instrução CVM n. 361/02, com a publicação do edital da OPA. Nestes termos, ressalta o autor¹⁴⁹ que:

[...] enquanto o anúncio da oferta pública ou qualquer outro comunicado oficial ao mercado não houver sido realizado e, conseqüentemente, a tentativa de tomada de controle por meio de oferta pública não tenha se tornado de conhecimento público, a medida defensiva que vier a ser utilizada poderá ser enquadrada como preventiva.

Como mencionado diversas vezes alhures, o tratamento dos países quanto aos instrumentos de proteção contra OPAs hostis é bastante diverso e, como consequência, há diversidade na alocação de responsabilidade quanto à aceitação e à atuação da companhia diante de uma OPA hostil.¹⁵⁰

Como exemplo do disposto supra, ressalte-se o caráter da Diretiva n. 2004/25/CE, da União Europeia, que traz o princípio da neutralidade da administração frente às OPAs hostis¹⁵¹ – o que já denota um caráter limitador de sua atuação para

¹⁴⁷ Sobre isso, ressalte-se que os instrumentos preventivos podem, além de servir contra eventuais tentativas hostis de aquisição, servir como mecanismo para coibir diversas outras relevantes mudanças societárias, especialmente estruturais, a exemplo da manutenção do poder de controle atual, que pode ser protegido por uma cláusula de proteção acionária, conforme demonstrado no ponto 5.2, abaixo, em que pese ser justificado como medida que visaria à proteção da companhia diante de uma OPA hostil.

¹⁴⁸ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 165.

¹⁴⁹ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 167.

¹⁵⁰ O tema será tratado com maior profundidade no capítulo 6, quando se discorrer sobre a finalidade e a racionalidade por trás dos instrumentos de proteção contra as OPAs hostis.

¹⁵¹ Inclusive, a referida neutralidade vem tratada no art. 3º, item 1, alínea “c”, do referido diploma legal, no qual são estipuladas os princípios gerais, de modo que “o órgão de administração da sociedade visada deve agir tendo em conta os interesses da sociedade no seu conjunto e não pode impedir os titulares de valores mobiliários de decidirem sobre o mérito da oferta”.

a aplicação de medidas posteriores, devendo a companhia estar preparada caso se encontra diante de uma OPA hostil. Neste sentido, dispõe seu art. 6º, item 1, que “a decisão de lançar uma oferta seja imediatamente tornada pública e que a autoridade de supervisão seja dela informada” ou, ainda, que esta “seja informada antes de a decisão ser tornada pública”.

Esta disposição é de fundamental relevância para os deveres da administração da companhia após terem conhecimento depois da OPA hostil. Nestes termos, em tendo a administração recebido as referidas informações supracitada, aplica-se o disposto no art. 9º, item 2 da Diretiva n. 2004/25/CE¹⁵² que dispõe sobre o dever da administração da sociedade “a obter a autorização prévia da assembleia-geral de acionistas para o efeito antes de empreender qualquer ação susceptível de conduzir à oferta”, excepcionando-se “a procura de outras ofertas”.

No Brasil, de igual modo, deve-se ter o cuidado da aplicação de medidas defensivas após o conhecimento da companhia-alvo para fazer seu juízo de admissibilidade, razoabilidade e proporcionalidade, levando, em última instância, à sua validação ou não.

5.1.2. Medidas Estatutárias, Contratuais e Institucionais

Para além da divisão entre medidas preventivas e posteriores, faz-se necessário especificar quais são os instrumentos nos quais podem constar e previstas.

Conforme será demonstrado abaixo, os principais instrumentos de proteção contra OPAs hostis empregados no Brasil são as *Brazilian pills*, classificadas como medida estatutária pelo simples fato de estar prevista no estatuto social da companhia. As medidas estatutárias têm aspectos positivos que as medidas contratuais ou

¹⁵² 2. No período referido no segundo parágrafo, o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de accionistas para o efeito antes de empreender qualquer acção susceptível de conduzir à frustração da oferta, exceptuando a procura de outras ofertas e, nomeadamente, antes de proceder a qualquer emissão de valores mobiliários susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assuma o controlo da sociedade visada. Esta autorização é obrigatória, pelo menos a partir do momento em que o órgão de administração da sociedade visada recebe as informações referidas no primeiro período do n. 1 do artigo 6.o e enquanto o resultado da oferta não for tornado público ou a oferta não terminar. Os Estados-Membros podem impor a antecipação do momento a partir do qual esta autorização deva ser obtida, por exemplo, logo que o órgão de administração da sociedade visada tomar conhecimento da iminência da oferta. UNIÃO EUROPEIA. **Diretiva n. 2004/25/CE**, 2004. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:PT:PDF>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

institucionais, abaixo explanadas, possam não ter, notadamente a publicidade que é dada ao estatuto da companhia. Nestes termos, eventuais instrumentos de proteção estarão plenamente dispostos, de modo facilmente acessível, no estatuto social da companhia.

As medidas defensivas contratuais, como previstas em sua própria nomenclatura, são aquelas que estão previstas em contratos celebrados (ou que o serão) pela companhia. Nestes termos, nota-se que as medidas defensivas poderão ser posteriores ou preventivas.

Nesta modalidade já se mostra como mais difícil – em que pese não impossível – de comprovação. Assim, deverá o adquirente interessado realizar apurada *due diligence* para constatar os contratos existentes e quais as cláusulas que podem afetar eventual aquisição (e.g. as cláusulas de vencimento antecipado e a *macaroni defense*, conforme previstas abaixo). Os instrumentos de proteção contratuais posteriores podem ser vistos mormente nas defesas de *crown jewel*.

De modo geral, as medidas defensivas contratuais devem receber escrutínio mais apurado quando da análise de seu emprego contra uma OPA hostil. Deve-se, então, haver respeito às disposições do direito civil, evidentemente adaptadas às realidades societárias¹⁵³, mormente aquelas referentes aos negócios jurídicos (i.e. arts. 104, 107, 113, 166, entre diversos outros dispositivos do Código Civil). É evidente que o cumprimento de todos os seus requisitos de existência, validade e eficácia dos negócios jurídicos devem ser respeitados para que haja a possibilidade de se adotar a referida medida defensiva contratual.

Barroso do Nascimento aponta, ainda, para a exaltação dos princípios contratuais, “em especial a função social do contrato e a boa-fé objetiva, além das chamadas normas de ordem pública”¹⁵⁴. Nesta seara, faz-se mister ressaltar o art. 2.035 do Código Civil, parágrafo único, dispondo que “nenhuma convenção prevalecerá se contrariar preceitos de ordem pública, tais como os estabelecidos por este Código para assegurar a função social da propriedade e dos contratos”.

¹⁵³ Sobre o tema, aponta Barroso do Nascimento que “já se disse, a respeito dos princípios contratuais, que as peculiaridades típicas do terreno do direito societário impõem que se façam certas ponderações e temperamentos. Isto é ainda mais verdadeiro em matéria de nulidades, devendo-se privilegiar não apenas o interesse de terceiros de boa-fé, mas o próprio funcionamento regular da vida societária, de onde resulta a maior preocupação em garanti que os atos e negócios anuláveis produzam efeitos, até posterior declaração de sua anulabilidade”. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 178.

¹⁵⁴ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 174.

Há, por fim, as medidas defensivas institucionais, que, de acordo com Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, podem ser definidas como “aquelas técnicas de organização que consistem na criação de um organismo, personalizado ou não, com o objetivo de consolidar a titularidade do poder soberano na sociedade e disciplinar-lhe o exercício”.¹⁵⁵ Os autores ressaltam, ainda, que essas medidas acabam não se encaixando nas outras “tradicionais” (i.e. estatutárias e contratuais), de modo que “é preciso antes de tudo cogitar dos limites a que se devem sujeitar essas técnicas de organização de controle”.¹⁵⁶

Sobre o tema, Barroso do Nascimento ressalta que existem defesas contra às OPAs hostis que se revestem de caráter institucional, a exemplo daquela que visa ao fortalecimento do controle, que “consiste na congregação de acionistas integrantes da dispersão acionária para formarem organismos como, por exemplo, sociedades holdings, fundos de investimentos, *trusts*, condomínios, consórcios de sociedades, dentro outros”.¹⁵⁷ Ressalta, ainda, que “as medidas defensivas institucionais devem ser sempre entendidas como posteriores, pois a aplicação das mesmas só é coerente como defesa a uma tentativa de tomada de controle que efetivamente vier a ocorrer”.¹⁵⁸

Nada obstante as reflexões supra, conclui Barroso do Nascimento, posição esta adotada por este trabalho, que a defesa institucional é de difícil concretização, “pois esta requererá a coordenação de acionistas detentores de ações em quantidade suficiente para estruturar e concentrar o capital votante da companhia, formando algum organismo institucional”.¹⁵⁹

Feitas tais considerações acerca da tipologia existente dentro dos instrumentos de proteção da companhia aberta contra oferta pública de aquisição hostil, passar-se-á, então, à análise das medidas em espécie.

5.2. Pílulas de Veneno (*Poison pills*)

As *poison pills*, são, quiçá, os mais famosos – e aplicados – instrumentos de proteção da companhia aberta contra oferta pública de aquisição hostil. Frise-se que,

¹⁵⁵ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013, op. cit., p. 124.

¹⁵⁶ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013, op. cit., p. 123.

¹⁵⁷ COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013, op. cit., p. 171.

¹⁵⁸ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 171.

¹⁵⁹ NASCIMENTO, 2019, op. cit., pp. 171-172.

muitas vezes, o termo é empregado como sinônimo de medidas defensivas da companhia *lato sensu*, como se gênero fosse. Contudo, adota-se, aqui, o termo *poison pills* em sua forma original, como espécie.

As *poison pills* clássicas são definidas como “planos de direitos atribuíveis aos acionistas”¹⁶⁰, que, diante de um OPA hostil, “atribui aos demais acionistas direitos de aquisição ou subscrição de ações, normalmente, a preços bastante inferiores ao praticado pelo mercado”.¹⁶¹ A aplicação de uma *poison pill* geralmente se dá a partir de um gatilho, que geralmente é um determinado percentual de ações a ser adquirido por potencial interessado adquirente.

Nestes termos, frise-se que existem diversas formas de as *poison pills* se operacionalizarem, geralmente respeitando a ideia geral de planos que podem ser exercidos pelos acionistas, comumente após uma oferta de aquisição de determinada quantidade de ações por um possível adquirente interessado. Quanto ao tema, Barroso do Nascimento bem pontua as características em comum das diversas formas de se empregar uma *poison pill*, a ver:

Respeitadas as especificidades existentes em cada caso concreto, os planos de *poison pill* têm reconhecidamente algumas características essenciais em comum, quais sejam: (i) o fato de a tentativa de tomada de controle da companhia-alvo funcionar como ‘gatilho’ para que tal medida defensiva possa ser utilizada; e (ii) a possibilidade de que, embora ocorra a tentativa de tomada de controle, a ‘bomba’ contida no plano de *poison pill* possa ser desarmada, seja pela administração e/ou por deliberação em assembleia geral, conforme a sistemática de alocação do poder-dever de decidir quanto à medida defensiva.¹⁶²

As suas finalidades são, também, comuns, visando “elevar o custo da operação de tomada hostil de controle”, conforme pontuado por Martins Neto¹⁶³. Barroso do Nascimento¹⁶⁴ elenca a finalidade de modo similar, entendendo que que geralmente são utilizadas para “(i) diluir o potencial adquirente interessado na tomada de controle e/ou (ii) aumentar a quantidade de ações que o ofertante deverá adquirir para tomar o controle”.

As *poison pills* podem ser divididas entre *flip-in* e *flip-over*, distinguindo-se uma da outra com base a quem se aplicam. Dentro modalidade *flip-over*, tem-se a ideia de que os acionistas da companhia-alvo possam exercer direitos quanto às ações da

¹⁶⁰ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 186.

¹⁶¹ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 186.

¹⁶² NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 190.

¹⁶³ MARTINS NETO, 2009, op. cit., p. 39.

¹⁶⁴ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p.194.

companhia adquirente. Na modalidade *flip-in*, por sua vez, pode-se citar os clássicos *warrant dividend plan* e *shareholders rights plan*, aplicáveis apenas aos acionistas da companhia-alvo.

A primeira forma clássica da *poison pill* foi concebida nos Estados Unidos, na década de 80, por Martin Lipton¹⁶⁵, que discorreu sobre a possibilidade de se realizar um *warrant dividend plan*:

In September 1982 Martin Lipton published a memorandum describing the “Warrant Dividend Plan.”²⁵ The “warrant” of the Warrant Dividend Plan was a security that could be issued by the board of directors of a target company that would have the effect of increasing the time available to the board to react to an unsolicited bid and allowing the board to maintain control over the process of responding to the bid. In various forms it was used successfully by targets of hostile bids in 1982 and 1983 to gain time and maximize shareholder value. In 1983 Mr. Lipton’s plan was christened with the unfortunate name, “Poison Pill” by an investment banker who had nothing to do with its creation, but who, when asked by a Wall Street Journal reporter what a security (modeled on the Warrant Dividend Plan) issued by Lenox, Inc. on the advice of Mr. Lipton was called, responded flippantly “a poison pill”.

O referido conceito foi incluído em um memorando feito por Lipton, que classificou o *warrant dividend plan* como medida a ser adotada previamente à tentativa de aquisição hostil, considerando que sua adoção tardia poderia prejudicar sua efetividade¹⁶⁶, sendo que se trata de plano simples, que “implica em um dividendo para os acionistas da companhia-alvo que consiste em um *warrant* para comprar uma ação ordinária para cada ação ordinária em circulação”.¹⁶⁷ Ainda, alertou Lipton¹⁶⁸ que “o plano não previne totalmente a tomada de controle hostil”.

Em termos do direito brasileiro, o *warrant dividend plan* consistia basicamente na “distribuição de direitos, que tinham feição de uma opção de compra cujo exercício era condicionado à verificação de determinados eventos”¹⁶⁹, que concediam “a

¹⁶⁵ LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Pills. **Polls and professors**: a reply to professor Gilson. University Center for Law and Business. New York, 2001, p. 13. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=268520>. Acesso em: 09 nov. 2019.

¹⁶⁶ Sobre isso, discorreu Lipton que “the plan is intended to be adopted before a company becomes the target of a tender offer. While the plan may be adopted as a response to a tender offer, the plan is more effective if adopted prior to a tender offer. The plan is especially appropriate for companies that are selling at depressed prices and for companies whose shares are being accumulated by a potential raider”. Cf.: LIPTON, Martin. Warrant Dividend Plan, 1984. In: **University of Pennsylvania Law School**, 1984, p. 01. Disponível em: <<https://www.law.upenn.edu/live/files/7348-a>>. Acesso em: 05 nov. 2019.

¹⁶⁷ No original: “[...] entails a dividend to the shareholders of the target consisting of one warrant to buy one share of common stock for each share of common stock outstanding”. Cf.: LIPTON, 1984, op. cit., 1984.

¹⁶⁸ No original: “The plan does not totally prevent takeovers”. Cf.: LIPTON, 1984, op. cit., 1984.

¹⁶⁹ MARTINS NETO, 2009, op. cit., p. 39

faculdade de se adquirir ações a preços muito abaixo dos praticados no mercado”.¹⁷⁰ De mesmo modo, “permitia que o Conselho de Administração da companhia-alvo emitisse ações preferenciais a serem distribuídas a título de dividendo entre seus acionistas”.¹⁷¹

O problema com a referida modalidade de *poison pill*, no entanto, restava no fato de que acabava por emitir ações preferenciais da companhia e, como consequência, afetava a sua capitalização, conforme trabalhado por Robert Slater.¹⁷² Em decorrência de tal problema, Lipton, ciente das críticas que seguiram após a utilização do *warrant dividend plan*, acabou por desenvolver o modelo de *poison pill* mais popular e que foi, efetivamente, objeto da doutrina e das cortes dos Estados Unidos – o *shareholder rights plan*.

A referida *poison pill* visa, basicamente, conceder aos acionistas da companhia-alvo o direito de adquirir ações a um preço bastante inferior caso a companhia se encontre diante de uma tentativa de aquisição hostil. Nestes termos, adota-se a explicação do *shareholder rights plan* feita por Julian Velasco¹⁷³, que explica:

A company's board of directors adopts a 'shareholder rights plan' pursuant to which a dividend of one 'right' is declared on each share of common stock. Each right is attached to, and not tradable separately from, its corresponding share. Initially, the rights are essentially meaningless. However, if certain specified events occur, such as the acquisition by a hostile bidder of more than a specified percentage of the company's shares, the poison pill is triggered. Once triggered, the rights would detach from the shares and entitle all of the target company's shareholders, other than the hostile bidder, to acquire securities at a discount.

A definição supratranscrita traz à tona 2 (duas) considerações fundamentais: (i) no modo concebido originalmente, o *shareholder rights plan* era expressamente vinculado às ações detidas pelos acionistas e, assim sendo, não eram negociáveis sem que a própria ação fosse alienada, o que não lhe concedia valor; e (ii) não

¹⁷⁰ MARTINS NETO, 2009, op. cit., p. 39.

¹⁷¹ VARGAS, Alexandre Trejos. **Benefício particular no voto de cláusulas de proteção à dispersão acionária (“brazilian pills”)**. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/30798/30798.PDF>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

¹⁷² Sobre isso, advertiu o autor que “[...] the pill was used only a few more times. Because it entailed issuance of preferred stock, it substantially altered a company's capitalization”. Cf.: SLATER, Robert, 1943. **The titans of takeover**: includes Boesky insider trading scandal. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, c1987, p. 170.

¹⁷³ VELASCO, Julian. The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill. **The Journal of Corporation Law**, v. 27, n. 3, 2002, p. 382.

necessariamente os direitos que decorrem do *shareholder rights plan* serão *flip-in*, em que pese a maioria deles visar “à administração da companhia-alvo, a possibilidade de adotar programa de recompra de ações de sua própria emissão”¹⁷⁴ ou “aos acionistas da companhia alvo, direitos de resgate de suas ações ou aquisição ou subscrição de ações, normalmente, a preços bastante inferiores àqueles praticados pelo mercado”.¹⁷⁵

No que tange à última consideração, frise-se que o clássico caso *Moran v. Household International Inc.*, que foi o julgado da Suprema Corte do Estado de Delaware que entendeu como válido um *shareholder rights plan*, tinha como principal controvérsia, em realidade, o fato de ser uma *poison pill* com previsão de *flip-over*, pois a disposição adotada pela companhia possibilitava que os acionistas da *Household International Inc.* adquirissem USD 200,00 (duzentos dólares estadunidenses) de ações do ofertante pela metade do preço. Nestes termos, conforme apontado pelo Justice McNeilly – que, analogamente aos conceitos do ordenamento jurídico pátrio, seria o relator do caso – “essa previsão *flip-over* do *shareholder rights plan* está no âmago da controvérsia”¹⁷⁶.

A Suprema Corte do Estado de Delaware, no entanto, reputou como válido o referido *shareholder rights plan* adotado pela *Household International Inc.*, entendendo que o Conselho de Administração agiu em conformidade com o *business judgment rule*¹⁷⁷. Ademais, entendeu-se que a inclusão da referida disposição no Estatuto Social da companhia estava de acordo com o disposto nos §§ 141, 151 e 157 do *Delaware Code*¹⁷⁸ e, especialmente, que “os diretores adotaram o plano de boa-fé,

¹⁷⁴ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 187.

¹⁷⁵ *Ibid.*, p. 187.

¹⁷⁶ No original: “[...] this flip-over provision of the rights plan is at the heart of this controversy”. Cf.: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of Delaware. **Moran v. Household International, Inc.**, 500 A.2.d 1346, Delaware, 1985, Justice McNeilly. Disponível em: <<https://www.courtlistener.com/opinion/1488613/moran-v-household-intern-inc/>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

¹⁷⁷ Ressalte-se que o caso *Moran v. Household International Inc.* foi julgado após a decisão de *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.*, de modo que a Suprema Corte de Delaware se utilizou dos critérios já temperados para a aplicação *business judgment rule* estipulados neste último. Nesta seara, cite-se que, no caso *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.*, “the court held that, before directors’ actions will receive the protection of the business judgment rule, they must as a threshold matter show that they were reasonable in believing the tender offer posed a threat to the corporation and that they responded to this threat in a reasonable manner”. RITTER, James F. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* **Virginia Law Review**, vol. 72, n. 4, p. 851-877, may. 1986, p. 876. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1072912?read-now=1&seq=27#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 10 nov. 2019.

¹⁷⁸ DELAWARE. **The Delaware Code Online**. Delaware: 1897. Disponível em: <<https://delcode.delaware.gov/constitution/index.shtml>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

acreditando que era necessário para proteger Household the técnicas de aquisição coercitiva”¹⁷⁹ e que “o plano é razoável em relação à ameaça apresentada”¹⁸⁰. Deste modo, possibilitou que diversas companhias estadunidenses empregassem em seus estatutos disposições de *shareholder rights plan*, o que se tornou bastante comum naquele ordenamento jurídico.

Nada obstante, Barroso do Nascimento¹⁸¹ assevera que “no Brasil, a adoção de planos de *poison pill* clássicos é altamente questionável e, sob o ponto de vista jurídico, deve ser avaliada com ressaltavas para não caracterizar violação às determinações legais e/ou regulatórias [...]”.

De mesmo modo, pontuam Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho que “a admissibilidade e efetividade dessa *poison pill* no direito brasileiro é, portanto, no mínimo, bastante duvidosa”¹⁸², notadamente com fulcro em possível violação ao art. 122, 2ª parte, do Código Civil e, na perspectiva de conflito de interesses da companhia frente a uma OPA hostil, aos arts. 154, *caput*, e 158, II, ambos da LSA.

Ainda, os planos de *poison pill* que visam à recompra de ações por parte da própria administração encontra expressa proibição nos termos da Instrução CVM n. 567/15, que traz diversas vedações à aquisição de ações de emissão própria da companhia aberta. Nesta seara, o art. 7º, III do diploma legal estipula a referida vedação “quando estiver em curso o período de oferta pública de aquisição de ações de sua emissão”.

Passar-se-á, então, à análise específica das modalidades *flip-in* e *flip-over* aplicadas e adaptadas ao direito brasileiro, que se diferem das práticas do mercado de capitais estadunidense ainda que possuam algumas similaridades.

5.2.1. Modalidade *flip-in*

Conforme já mencionado supra, a modalidade de *flip-in* é aquela que permite aos “detentores de direitos, com exceção dos adquirentes, comprar ações e/ou ativos do emissor a um preço baixo antes, ou independentemente, de uma fusão

¹⁷⁹ No original: “[...] the directors adopted the plan in the good faith belief that it was necessary to protect Household from coercive acquisition techniques”. Cf.: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA, 1985, op. cit.

¹⁸⁰ No original: “[...] the plan is reasonable in relation to the threat posed”. Cf.: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA, 1985, op. cit.

¹⁸¹ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 192.

¹⁸² COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2013, op. cit., p. 168.

subsequente entre as companhias”¹⁸³, o que, de modo bastante simplificado, “permite ao detentores de tais direitos adquirir ações na companhia-alvo”.¹⁸⁴

Dentro da referida modalidade, fala-se, também, em *back-end rights plans*, que são aqueles que “contém direitos resgatáveis em dividendos para acionistas”¹⁸⁵, sendo, que, diante de uma tentativa de tomada hostil de controle, os acionistas podem “podem trocar esse direito juntamente com as ações a que pertencem por valores mobiliários mais rentáveis ou dinheiro iguais ao valor *back-end*”¹⁸⁶. Exercem função de desencorajar um potencial adquirente interessado, considerando que o valor *back-end* das ações geralmente é consideravelmente superior àquele praticado pelo mercado, de modo que eventual valor oferecido pelo ofertante não seria interessante para os acionistas amparados por um *back-end rights plan*, conforme explica Michael Ryngaert.¹⁸⁷

De mesmo modo, foi mencionado alhures que as *poison pills* na modalidade *flip-in* se iniciaram a partir dos *warrant dividend plans* e se desenvolveram de modo expressivo por meio dos *shareholder rights plan*. Nada obstante, abordou-se que há diversas ressalvas para a aplicação das referidas *poison pills* no ordenamento jurídico pátrio.

Assim sendo, analisar-se-á, nos próximos tópicos, as possibilidades de se empregar uma *flip-in poison pill* por meio de instrumentos jurídicos previstos no direito brasileiro, a exemplo dos bônus de subscrição e dos planos de opção de compra de ações, conforme demonstrado abaixo.

5.2.1.1. Bônus de Subscrição

¹⁸³ No original: “[...] rights holders, except acquiring persons, to purchase stock and/or debt of the issuer at a bargain price prior to, or regardless of, a subsequent business combination”. Cf.: VELASCO, 2002, op. cit., p. 382.

¹⁸⁴ No original: “[...] allow the holders to purchase shares of the target company”. Cf.: *Ibid.*, p. 382.

¹⁸⁵ No original: “[...] contain redeemable right dividends for shareholders”. Cf.: RUN. Repositório Universidade Nova. **Hitzelberger Annex**,. 2017. Disponível em: <https://run.unl.pt/bitstream/10362/26192/2/Hitzelberger_Annex_2017.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2019.

¹⁸⁶ No original: “[...] exchange this right together with the stock it belongs to for more profitable securities or cash equal to the value of the back-end price”. Cf.: BOTHMER, L.E.. **The effect of Poison Pills on Shareholder Value**. Thesis (BSc Economics & Business - Specialisation Financial Economics) Erasmus School Of Economics, july 2018, p. 04. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/a34a/e44b19bfe6e63d1e53051fa4fcec3dd93c54.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

¹⁸⁷ RYNGAERT, M. (1988). The effect of poison pill securities on shareholder wealth. **Journal of Financial Economics**, 20(C), 377–417.

O bônus de subscrição é título mobiliário que confere aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, direito de subscrever ações do capital social mediante a apresentação do título à companhia e pagamento do preço de emissão das ações, nos termos do parágrafo único do art. 75 da LSA. Somente pode ser emitido dentro do limite de aumento de capital autorizado no estatuto da companhia, nos termos do art. 168 da LSA.

No que tange aos principais pontos quanto ao tema, muito bem asseveram Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro¹⁸⁸:

O traço mais característico do bônus de subscrição está no direito, que ele incorpora, de subscrever ações da sociedade em um dado momento, prefixado no certificado, pré-determinando-se também o preço que o respectivo titular irá pagar pelas ações a serem subscritas (ou, pelo menos, fixando-se os critérios para a determinação do preço).

Os bônus de subscrição são, em regra geral, de competência da assembleia geral, mas o estatuto da companhia pode atribuir sua emissão ao Conselho de Administração, nos termos do art. 76 da LSA. Ainda, o art. 77, parágrafo único da LSA prescreve que os acionistas da companhia terão direito de preferência¹⁸⁹ para subscrever a emissão dos referidos bônus.

Emitir uma grande quantidade de bônus de subscrição pode ser uma medida eficaz para aumentar a dispersão acionária da companhia-alvo e, como consequência, causar maior dispêndio de recursos por parte do adquirente interessado na tomada de controle, que deverá adquirir mais ações frente a um quadro de participação mais diluída. Nestes termos, pode-se utilizar a medida como uma *poison pill* de modalidade *flip-in*, pois os direitos exercidos do bônus de subscrição são referentes às ações da própria companhia-alvo.

Por fim, frise-se que, conforme aponta Barroso do Nascimento, para que o bônus de subscrição se torne efetivo instrumento de proteção, “o capital autorizado

¹⁸⁸ GUERREIRO, José Alexandre Tavares; TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora Jurídica José Bushatsky, 1979, p. 325.

¹⁸⁹ Há ressalva, no entanto, quanto à regra do direito de preferência. Teixeira e Guerreiro apontam que “é importantíssimo salientar, todavia, que essa preferência não é absoluta. Com efeito, tratando-se, no caso, de sociedade de capital autorizado, tem aplicação à espécie o art. 172, segundo o qual o estatuto da companhia aberta que contiver autorização para aumento do capital pode prever a emissão sem direito de preferência para antigos acionistas de ações, debêntures ou partes beneficiárias conversíveis em ações e bônus de subscrição cuja colocação seja feita mediante (a) venda em Bolsa de Valores ou subscrição pública ou (b) permuta por ações, em oferta pública por aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 a 263”. Cf.: GUERREIRO; TEIXEIRA, 1979, op. cit., p. 326.

deve ser suficiente para assegurar a emissão de ações em quantidade capaz de defender contra a tomada de controle”.¹⁹⁰

5.2.1.2. Outorga de Opção de Compra

A opção de compra de ações tem sua previsão no art. 168, § 3º da LSA, que prescreve a possibilidade de que a companhia outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a quaisquer pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou sociedade que controle, desde que respeitado o limite de capital autorizado e de acordo com o plano aprovado pela assembleia-geral.

O instrumento é relativamente similar ao bônus de subscrição, considerando que ambos possibilitam a subscrição¹⁹¹ futura de ações da companhia. Contudo, como aponta Paulo César Aragão, os referidos mecanismos possuem diversas diferenças, sendo que “a distinção fundamental reside no fato de que as opções não se acham incorporadas em um título de crédito e, por isto mesmo, não são transferíveis por endosso ou simples tradição, como ocorre com os bônus de subscrição”¹⁹². Lamy Filho e Bulhões Pedreira¹⁹³ também trabalham as distinções entre a opção de compra e o bônus de subscrição, ressaltando que:

[...] confere direito análogo ao dos bônus de subscrição – que também asseguram direito de subscrever, no futuro, ações da companhia – mas deste se difere porque (a) não está sujeita ao regime dos valores mobiliários, como os bônus de subscrição, e somente pode ser transferida mediante cessão; (b) é outorgada gratuitamente a administradores, empregados ou prestadores de serviços, enquanto o bônus de subscrição, salvo quando emitido como vantagem adicional para subscritores de ações ou de debêntures, é alienado por determinado preço; e (c) a outorga não está sujeita a direito de preferência dos acionistas, como ocorre na alienação de bônus de subscrição.

Nestes termos, poderá uma companhia aberta, ao outorgar relevantes opções de compra aos administradores, funcionários e demais pessoas autorizadas pelo art. 168, § 3º da LSA, estar se protegendo de eventual OPA hostil, considerando que o exercício do referido direito causará os mesmos efeitos do bônus de subscrição, quais

¹⁹⁰ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 198.

¹⁹¹ No que tange ao termo, frise-se a posição de Paulo Cezar Aragão de que há imprecisão terminológica na ideia de “opção de compra de ações”, considerando que “o titular da opção não está *comprando* ações, em sentido estrito, mas, antes, subscrevendo novas ações”. Cf.: ARAGÃO, Paulo César. Opções de compra de ações e bônus de subscrição. **Revista dos Tribunais**, vol. 631, p. 63, mai. 1988, p. 01.

¹⁹² ARAGÃO, 1988, op. cit., p. 01.

¹⁹³ LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit., p. 1007.

sejam o aumento da dispersão acionária da companhia e, como consequência, resultem em desembolso maior pelo adquirente interessado na companhia.

Por fim, frise-se que a outorga de opção de compra deve ser empregada com bastante cautela pela administração da companhia. Isto porque, nos termos do disposto no art. 1º, XII da Instrução CVM n. 323/00, pode ser considerado exercício abusivo do poder de controle quando o plano de opção de compra é adotado aos administradores e empregados da companhia “deixando a exclusivo critério dos participantes do plano o momento do exercício da opção e sua venda, sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados, em detrimento da companhia e dos acionistas minoritários”.

Nos termos do dispositivo supracitado, em que pese não ser impossível aplicar a opção de compra como instrumento preventivo a uma possível tentativa de aquisição hostil, é evidente que não pode ser usado, de modo explícito, com exclusivamente esta finalidade.

5.2.2. Modalidade *flip-over*

As *poison pills* na modalidade *flip-over* podem parecer estranhas – e, *prima facie*, inválidas – à realidade jurídica brasileira. Conforme bem explica Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, consistem, basicamente, no “direito [dos acionistas da companhia-alvo] de adquirir acções do próprio ofertante a um preço mais reduzido após a aquisição, procurando assim transferir o controlo do ofertante para os seus próprios acionistas”¹⁹⁴.

Martin Lipton, Richard D. Ketcher e Erica H. Steinberger, ao definirem as *flip-over poison pills*, acabam por vislumbrar sua principal finalidade e efeito da aplicação, entendendo que “essa característica *flip-over* daria aos acionistas o direito de comprar ações da companhia adquirente com desconto caso houvesse uma fusão *freeze-out* ou transação similar (que, então, diluiria a companhia adquirente)”.¹⁹⁵

¹⁹⁴ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil**. O Direito. Ano 138, III, Coimbra: Almedina, 2006, p. 463.

¹⁹⁵ No original: “[...] the flip-over feature would give shareholders the right to purchase shares of the acquiring company at a discount in the event of a freeze-out merger or similar transaction (thereby diluting the acquiring company)”. Cf.: LIPTON, Martin; STEINBERGER, Erica H. **Takeovers and Freezouts**. New York: Law Journal Press, 2003, s.p.

Nestes termos, a referida modalidade basicamente concede aos acionistas da companhia-alvo direitos no adquirente, o que só faz pleno sentido ao se cogitar alguma forma de incorporação daquela.

No que tange ao tema, assevera Barroso do Nascimento, que, no direito brasileiro, encontra-se disposição que talvez possibilitaria a aplicação de uma *poison pill flip-over*, conforme se depreende do art. 227 da LSA¹⁹⁶, o qual dispõe que a sociedade incorporadora sucede a incorporada em todos os seus direitos e obrigações. Contudo, bem ressalta o referido autor que “tal sucessão somente se aplicaria após a realização da incorporação, o que não obrigaria a companhia incorporadora a, previamente à incorporação, respeitar tal regra [...]”.¹⁹⁷

De mesmo modo, pontua perfeitamente o possível caráter prejudicial aos direitos de terceiros que pode se encontrar na referida modalidade de defesa, enxergando um caráter “atentatório ao direito dos acionistas da sociedade incorporadora que receberão tratamento menos favorecido do que aquele aplicável aos acionistas que ingressarão da sociedade incorporada, após a conclusão de tal operação”.¹⁹⁸

Nestes termos, conclui o autor pela inaplicabilidade da medida no Brasil¹⁹⁹, posição seguida por este trabalho.

5.3. Brazilian Pills

Como mencionado supra, a experiência brasileira não adotou as *poison pills* clássicas, seja por grande diferença de realidade de mercado de capitais, seja por incompatibilidade, em diversas formas, com o ordenamento jurídico pátrio²⁰⁰.

¹⁹⁶ Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

¹⁹⁷ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 202.

¹⁹⁸ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 202.

¹⁹⁹ Barroso do nascimento ressalta, ainda, que “parece-nos que a *poison pill* de *flip over* é inaplicável entre nós. A ideia nela contida pode, tão-somente, servir de inspiração às administrações das sociedades incorporadas e incorporadoras ao acordarem as relações de substituição em operações de incorporação levadas a efeito subsequentemente a ofertas públicas de aquisição de ações, a fim de dirimir potencial descontentamento pelos acionistas remanescentes da companhia, cujo controle houver sido adquirido pela oferta pública”. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., pp. 202-203.

²⁰⁰ Nesta seara, ressalta-se a análise feita por Carlos Zanini Klein, que considera “A predileção das companhias brasileiras pela *poison pill* que obriga à realização da oferta pública quando atingido determinado percentual de participação pode ser explicada, em boa medida, pelas dificuldades que seguramente adviriam da tentativa de introdução no Brasil de outras pílulas muito mais comuns na América. Isto sem falar no fato de a introdução das *poison pills* poder resultar não apenas na inserção de cláusulas estatutárias, mas da própria escolha da legislação societária”. Cf.: ZANINI, Carlos Klein.

Nada obstante, muito se escreve sobre as *poison pills* brasileiras – que, na verdade, são bastante distintas das *poison pills* tradicionais²⁰¹ –, geralmente denominadas como cláusulas de proteção à dispersão acionária (ou *Brazilian pills*), termo que se adequa perfeitamente ao mecanismo e, também, ao aspecto estrutural do mercado de capitais brasileiro, que ainda é muitíssimo concentrado, conforme já abordado.

As *Brazilian pills* são pontual e impecavelmente definidas pelo professor Modesto Carvalhosa²⁰², que explica:

A *poison pill* estatutária mais utilizada pelas companhias abertas brasileiras consiste em cláusula estabelecendo que a aquisição de determinado percentual de ações de emissão da companhia no mercado (15%, 20%, 25%...) gera, para o adquirente, o dever de realizar Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) dirigida a todos os demais acionistas.

De mesmo modo, expõe Erik Frederico Oioli sobre as “impropriamente denominadas, no Brasil, *poison pills*, que estabelecem no estatuto social das companhias a obrigação de realização de OPA mediante a aquisição de determinado percentual do capital social com direito a voto”.²⁰³

Por último, ressalte-se, ainda, que Érica Gorga, para além de esmerada definição sobre o tema²⁰⁴, analisa que, em 2008, aproximadamente 56% (cinquenta e seis por cento) das companhias listadas na B3 continham alguma forma de proteção

A Poison Pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Viera Von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 260.

²⁰¹ Ressalte-se a crítica feita por Francisco Antunes Maciel Müssnich e Vitor de Britto Lobão Melo quanto à questão, entendendo que “as Brazilian pills, em sua grande maioria, nada mais são do que importações impertinentes de regras elaboradas para um certo ambiente, mas adotadas em outro sensivelmente diferente, como a ridícula importação de patins de gelo pelo governo do Presidente Dutra para ajudar a Europa e os EUA quando da crise pós-guerra”. Cf.: SILVA, Alexandre Couto (coord.). **Direito Societário: 35 anos da Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 2012.

²⁰² CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 25.

²⁰³ OIOLI, 2013, op. cit., p. 316.

²⁰⁴ Neste sentido, expõe Érica Gorga que “In Brazil, the predominant takeover defense is a provision in the company's charter that allows current shareholders to sell their shares to an acquirer who attains a critical limit of target's shares. In this sense it resembles the mandatory tender offer required by law but is triggered by a lower threshold of shares' acquisition. While the media calls this defense a poison pill, this type of takeover defense might not completely stop a determined acquirer. Instead, it ensures minority shareholders the right to tender their shares at a fair price if they think this is a good time to sell. This strategy also makes the target acquisition much more expensive to the bidder”. Cf.: GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, vol. 29, 2009, p. 480. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1689103>. Acesso em: 10 nov. 2019.

contra tentativas de aquisição hostil que poderiam ser classificadas como *Brazilian pills* em seus estatutos²⁰⁵, dividindo-as, ainda, em “Tipo A” e “Tipo B”, explicando que:

A "Type A" anti-takeover defense provides that once a determined threshold of ownership is met, the acquiring shareholder must make a tender offer to acquire all outstanding shares. This threshold of acquisition generally ranges from ten to thirty- five percent of the shares. [...].
 A "Type B" anti-takeover defense, in contrast, is triggered when a shareholder who has acquired a pre-determined threshold of ownership wishes to purchase more shares. In that situation, the shareholder has to communicate his or her intention to the Investor Relations Manager of the company and the Manager of Trading Activity of the stock exchange. This threshold of acquisition generally ranges from five to thirty percent of the shares. The Manager of Trading Activity can then arrange a tender offer conducted by an open auction in the exchange market. This provision aims to promote competition between bidders interested in acquiring the company's control²⁰⁶. (grifo nosso)

Nestes termos, vislumbra-se que: (i) as *poison pills* de “Tipo A” visam à realização de uma espécie de OPA obrigatória caso alguém adquira quantidade de ações acima de um percentual fixado no estatuto da companhia, o que convencionou-se a chamar de OPA estatutária²⁰⁷⁻²⁰⁸; (ii) aquelas do “Tipo B” visam limitar a aquisição de novas ações por um acionistas a partir de seu atingimento de um determinado limite previsto no estatuto, de modo que deverá comunicar sua intenção de aquisição e, além de tudo, realizá-la por meio da Bolsa de Valores.

Primeiramente, tecer-se-á considerações quanto às *poison pills* do “Tipo B”, que têm sua legalidade posta em cheque, mormente em virtude do disposto no art. 36²⁰⁹ da LSA. Em relação ao tema, cite-se o entendimento de Nelson Eizirik²¹⁰:

²⁰⁵ Gorga explicita que “the use of anti-takeover clauses is widespread. Forty-seven out of eighty-four companies, or approximately fifty-six percent of the sample companies, have included anti-takeover protections in their bylaws”. Cf.: GORGA, 2009, op. cit., p. 480.

²⁰⁶ *Ibid.*, pp. 480 e 481.

²⁰⁷ Eduardo Secchi Munhoz ao analisar as *poison pills* brasileiras, explica que “[...] neste trabalho, embora haja algumas referências a *poison pill* brasileira, a expressão preferencialmente adotada para referir-se a essa espécie de cláusula estatutária, uma das modalidades de defesa pré-oferta é: OPA por atingimento de participação mínima, ou simplesmente OPA estatutária”. Cf.: MUNHOZ, 2013, op. cit., p. 109.

²⁰⁸ A doutrina portuguesa, amparada nas diretivas da União Europeia quanto ao tema, também se utiliza do termo OPA estatutária, a exemplo da admirável análise feita por António Cordeiro Menezes, vide: CORDEIRO, António Menezes. A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, n. 58.1, jan. 1998, p.133-145.

²⁰⁹ A referida disposição visa exaltar o princípio da livre transferência das ações, considerando sua disposição no sentido de permitir que apenas as sociedades anônimas fechadas podem impor limites – sendo que deve observar algumas condições, de modo que não podem impedir a negociação das ações – à circulação de suas ações nominativas.

²¹⁰ EIZIRIK, Nelson. A Legalidade das Poison Pills Adotadas pelas Companhias Brasileiras. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. **Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, pp. 605 e 606.

Ao exigir que a compra de ações pelos acionistas em questão ocorra apenas mediante operações em bolsa, tal espécie de *poison pill* já contém uma limitação ao princípio da livre transferência de ações nas companhias abertas, ofendendo, por consequência, o artigo 36 da Lei das S.A. Ademais, a modalidade de *poison pill* em tela contraria o artigo 36 da lei societária também porque cria um procedimento específico que restringe a possibilidade de acionistas adquirirem novas ações, mesmo em operações realizadas em bolsa de valores.

Ainda, Barroso do Nascimento analisa a violação ao art. 18, II, alínea “a” da Lei n. 6.385/76 e ao art. 6º da Instrução CVM n. 168/91, considerando que “compete exclusivamente à CVM e às Bolsas de Valores regular os procedimentos a serem observados nas operações realizadas no mercado de valores mobiliários, em especial os leilões”²¹¹, concluindo que “desta forma, as companhias abertas não têm competências para regular os procedimentos a serem adotados em Bolsa para a negociação dos valores mobiliários de sua emissão”²¹². Verifica-se, então, óbices à aplicação da *poison pill* “Tipo B”, nada obstante serem utilizadas por companhias hodiernamente.

As *poison pills* de “Tipo A”, por sua vez, as chamadas cláusulas de proteção à dispersão acionária ou OPA estatutárias, não se apresentam como, *prima facie*, contrárias ao ordenamento jurídico brasileiro. Contudo, não são imunes de críticas²¹³ ²¹⁴ e considerações, conforme aponta Barroso do Nascimento²¹⁵:

O exame das cláusulas de proteção à dispersão acionária do “Tipo A”, que vêm sendo adotadas por inúmeras companhias abertas brasileiras, revela que, em muitos casos, a sistemática para a fixação do preço de compra a ser ofertado na oferta pública destinada aos demais acionistas da companhia cria situações proibitivas à aquisição de participação acionária em percentual que obrigue a realização da oferta pública. Os valores a serem ofertados revelam-se tão elevados que a consumação de uma oferta pública subsequente seria irreal e não teria base econômica e/ou financeira que justificasse a sua realização.

Müssnich e Melo fazem a mesma crítica às cláusulas que impõem a realização da OPA estatutária, no sentido de que “o preço calculado atinge graus astronômicos e se mostra evidentemente inalcançável e impagável”²¹⁶, exemplificando que “há

²¹¹ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 218.

²¹² NASCIMENTO, 2019, op. cit., 2019, p. 219.

²¹³ Sobre tais críticas, ver especialmente: ZANINI, Carlos Klein. A Poison Pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: ADAMEK, Marcelo Viera Von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011.

²¹⁴ Frise-se que a análise das referidas críticas será feita mormente no capítulo 6, abaixo, quando da discussão quanto a quem realmente é protegido a partir da inclusão de uma cláusula de proteção à dispersão acionária.

²¹⁵ NASCIMENTO, 2019, op. cit., pp. 208 e 209.

²¹⁶ SILVA, 2007, op. cit., p. 04.

companhias cujo estatuto social estabelece que o preço a ser pago pelo adquirente não pode ser menor que 14,5 vezes o EBITDA da companhia em questão”²¹⁷.

Ademais, há considerações relevantes a serem feitas sobre os percentuais que ensejam o gatilho da realização da OPA estatutária, que geralmente se mostram em patamar bastante baixo.

Sobre este tema, Eduardo Secchi Munhoz alerta que “o interessante é que, na maioria dos casos, o percentual mínimo de ações que dispara a obrigação de lançar a oferta pública de aquisição é inferior à participação detida pelo bloco de controle”²¹⁸. Inclusive, este ponto é a principal preocupação trazida por Carlos Klein Zanini, aduzindo que “o emprego da poison pill brasileira, se admitida, somente deveria ser nos casos em que o percentual de participação acionária deflagrador da oferta pública fosse superior ao percentual de participação acionária detido pelo controlador”²¹⁹.

Barroso do Nascimento traz outra consideração que se relaciona àquelas supratranscritas, asseverando que a cláusula de proteção à dispersão acionária “acaba evitando que acionistas minoritários detenham ações de emissão da companhia para além de determinados percentuais de participação acionárias e, assim, assumam direitos decorrentes do acúmulo de ações a partir de tais percentuais”²²⁰.

Esta última ponderação pode ser vislumbrada em recente julgamento feita pela Câmara de Arbitragem da B3²²¹. Do que pode se inferir, houve alienação de controle em uma companhia por aquisição, o que ensejaria não somente a aplicação do art. 254-A, mas, também, a necessidade de realização da aplicação da *poison pill*

²¹⁷ SILVA, 2007, op. cit., p. 04.

²¹⁸ MUNHOZ, 2013, op. cit., p. 111.

²¹⁹ ZANINI, 2011, op. cit., p. 269.

²²⁰ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 219.

²²¹ Considerando a confidencialidade inerente à grande maioria das arbitragens realizadas, não se tem todas as informações sobre o caso, apenas sobre sua ementa, fatos principais e a decisão do tribunal arbitral. Colaciona-se, aqui, a ementa do caso para maiores esclarecimentos: OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO DE CONTROLE – OBRIGAÇÃO DE REALIZAR OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES (OPA) SEGUNDO REGRAS DE ALIENAÇÃO DE CONTROLE (TAG ALONG) E DE AQUISIÇÃO SUPERIOR A 20% DO CAPITAL SOCIAL (POISON PILL) – INAPLICABILIDADE DA OPA SEGUNDO REGRAS DA POISON PILL – AUSÊNCIA DE ALTERAÇÃO DA DISPERSÃO ACIONÁRIA – MANUTENÇÃO DO NÚCLEO E NÍVEL DO CONTROLE APÓS A OPERAÇÃO – INEXISTÊNCIA DE OBRIGAÇÃO ADICIONAL DO ACIONISTA CONTROLADOR - DISPOSIÇÃO DO ESTATUTO QUE EXCETUA OPA DA POISON PILL PARA OS QUE ERAM ACIONISTAS NA DATA DA INSERÇÃO DAQUELA - DEMONSTRAÇÃO DE NOVA AVALIAÇÃO MAIS VANTAJOSA INEXISTENTE. Cf.: B3. Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). **1ª Edição do Ementário – Câmara de Arbitragem do Mercado**, 06 dez. 2018, p. 02. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/ementario/>. Acesso em: 10 nov. 2019.

prevista em seu estatuto da, que dispunha sobre a necessidade de realização de OPA estatutária caso fossem adquiridas ações em montante superior a 20% do capital da companhia.

Conforme se depreende do caso em relação à aplicação da *poison pill*, as requeridas alegaram, dentre diversos argumentos, no sentido de que:

(i) a alienação se deu de forma indireta; (ii) a troca do controlador final da companhia não causou variação da dispersão do capital; (iii) OPA relativa à regra da *poison pill* seria inaplicável diante da regra do estatuto da Companhia que excetua a sua aplicação aos atuais acionistas da Companhia e seus sucessores na data da Assembleia Geral Extraordinária que aprovou a inserção daquela regra; e (iv) não houve prejuízo aos Requerentes, já que a aplicação da regra da *poison pill* não resultaria no pagamento de preço diverso daquele oferecido²²².

O Tribunal Arbitral da B3²²³ decidiu, efetivamente, pela inaplicabilidade da referida *poison pill*, pois considerou:

(i) que os Requerentes optaram pela alienação de sua participação acionária pelo preço da OPA segundo as regras de tag along e não ressaltaram seu direito de discutir a aplicação da regra da *poison pill*; (ii) que no caso específico, por conta da adesão da Companhia ao Novo Mercado, ficou assegurado que em caso de alienação de seu controle o adquirente seria obrigado a oferecer aos acionistas não controladores o mesmo. preço por ação que foi pago aos acionistas controladores, e que não se pode inferir da lei ou do estatuto social da Companhia uma obrigação adicional do acionista controlador de colocar o interesse econômico dos acionistas não controladores em um patamar superior ao dos seus próprios; (iii) **que a operação não se enquadra na hipótese prevista na regra da *poison pill*, pois a sua finalidade é a de evitar a concentração das ações em circulação das companhias nas mãos de pequenos grupos de investidores, e que o núcleo do controle da Companhia em questão foi protegido e mantido no mesmo nível existente antes da operação (a dispersão acionária não foi afetada), houve apenas uma “mudança de mãos” de tal poder, e, para tanto, foi realizada a OPA por alienação de controle;** (iv) **que a regra da *poison pill* não tem por finalidade desencorajar as mudanças de controle das companhias e incentivar a estabilidade da gestão, porque seria contrária aos primados da livre iniciativa e da autonomia da vontade;** (v) que, ainda que se admita que a operação estivesse enquadrada na regra da *poison pill*, existe disposição no estatuto da Companhia que excepciona a sua aplicação aos acionistas da Companhia e seus sucessores na data da Assembleia Extraordinária que aprovou a inserção de tal regra [...](grifo nosso)

²²² B3. Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). **1ª Edição do Ementário – Câmara de Arbitragem do Mercado**, 06 dez. 2018, p. 02. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/ementario/>. Acesso em: 10 nov. 2019.

²²³ B3. Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). **1ª Edição do Ementário – Câmara de Arbitragem do Mercado**, 06 dez. 2018, p. 02. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/ementario/>. Acesso em: 10 nov. 2019.

Entende-se, neste trabalho, que, em que pese ser positivo a B3 se posicionar quanto ao assunto em seu tribunal arbitral, algumas considerações devem ser feitas quanto ao teor da referida decisão. Primeiramente, dado o máximo respeito à decisão, o argumento trazido no ponto (iv) mostra-se contraditório ao citado no ponto (v), especialmente considerando que se há uma previsão de *poison pill* inaplicável aos acionistas que aprovaram a *poison pill* e, que esta, nos termos da decisão, “não tem por finalidade desencorajar as mudanças de controle das companhias”, é evidente que, em verdade, está se buscando, *in casu*, engessar o controle atual da companhia.

De mesmo modo, com todo o respeito à decisão do tribunal, parece-nos que o mesmo entendimento no sentido de que as *poison pills* não visam desencorajar as mudanças de controle das companhias, “porque seria contrária aos primados da livre iniciativa e da autonomia da vontade”, é contrário à própria racionalidade das *poison pills*, inclusive àquela mencionada na própria decisão, no sentido de que “a sua finalidade é a de evitar a concentração das ações em circulação das companhias nas mãos de pequenos grupos de investidores”.

Data maxima venia ao Tribunal Arbitral da B3 no caso, mostra-se que ainda há pontos a serem avançados quanto à finalidade e à racionalidade das *poison pills* – que, evidentemente, poderão variar de caso a caso, mas não podem se mostrar contraditórios.

5.3.1. “Cláusulas Pétreas” ou “Pílulas Blindadas”

Por fim, faz-se mister abordar algo bastante atual e discutido no direito societário brasileiro quanto ao tema: a possibilidade de ser inserir “cláusulas pétreas”²²⁴, ou “pílulas blindadas”²²⁵, nos estatutos das companhias abertas para as OPAs estatutárias. Secchi Munhoz discorre de modo exemplar sobre o tema, entendendo que:

Também é comum que a OPA estatutária venha *entrincheirada*, isto é, acompanhada de outras cláusulas que visam a impedir sua modificação ou supressão. São duas as modalidades mais frequentes: (i) a imposição, ao acionista que votar a favor da modificação ou da supressão da cláusula, do

²²⁴ A nomenclatura é uma alusão às cláusulas pétreas existentes no art. 60, § 4º da Constituição Federal, que são os limites para o exercício do poder constituinte de reforma. Contudo, em realidade, não compartilham destas características com as reais cláusulas pétreas, mas, na prática, se tornam disposições praticamente imutáveis no estatuto social da companhia.

²²⁵ Nomenclatura trazida por Barroso do Nascimento. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 221.

dever de realizar a OPA estatutária; e (ii) a suspensão dos direitos de voto do acionista que, ao adquirir a participação acionária mínima nela prevista, deixar de formular a oferta, com fundamento no art. 120 da Lei das S.A.²²⁶.

A doutrina geralmente se debruça quanto ao estipulado no ponto (i), considerando a gritante problemática que surge a partir da imposição de deveres decorrentes do modo como um determinado acionista vota (*in casu*, pela modificação ou supressão da cláusula de proteção à dispersão acionária), o que, inclusive, já teve diversos reflexos no mercado²²⁷.

As críticas às “cláusulas pétreas” são inúmeras. Secchi Munhoz ressalta que “não parece haver dúvida quanto à antijuridicidade da cláusula que impede a modificação ou supressão da OPA estatutária pela imposição, ao acionista que votar nesse sentido, da obrigação de realizar OPA”²²⁸, aduzindo, outrossim, Paloma dos Reis Coimbra de Souza que “é forçoso reconhecer a ilicitude da cláusula que torna a *poison pill* praticamente imutável”²²⁹ e, ainda, a posição de Modesto Carvalhosa no sentido de que “percebe-se, neste caso, a extrema ilegalidade e imoralidade deste tipo de cláusula de *poison pill*, pois constrange o exercício de voto do acionistas, o qual deverá ser manifestado, sempre, de forma livre e em consonância com o interesse social”²³⁰.

Em virtude da escancarada polêmica que se depreende do conteúdo de tais tipos de disposição, fez-se necessário que a CVM editasse opinião/orientação quanto

²²⁶ MUNHOZ, 2013, op. cit., p. 333.

²²⁷ No que tange à aplicação prática de uma “cláusula pétrea” de uma *poison pill* “Tipo A”, cite-se 2 (dois) casos trazidos por Paloma dos Reis Coimbra de Souza, “exemplificativamente, em dezembro de 2008, a Positivo Informática S.A. recebeu proposta de aquisição de ações formulada por Lenovo (fabricante de microcomputadores chinesa), oferecendo R\$18,00 por ação, quando estas estavam sendo negociadas na BM&F-Bovespa por R\$ 5,00. Porém, a Positivo Informática possuía em seu estatuto a *poison pill*, prevendo que aquele que adquirisse mais de 10% de suas ações deveria lançar oferta aos demais acionistas, pelo valor correspondente à cotação máxima atingida nos últimos 24 meses, o que equivaleria, na época, à R\$47,15. A Lenovo não estava disposta a arcar com tamanha despesa, e esperava que os controladores da companhia-alvo eliminassem a *poison pill* de seu estatuto. O problema, contudo, é que o estatuto da Positivo Informática S.A. possuía a previsão de que a remoção da *poison pill* somente seria possível se realizada a oferta nela prevista. O negócio, então, não foi concluído. Situação similar foi vivenciada por Klabin Segall. Seu estatuto, além de prever a pílula de veneno estipulando gatilho de 15%, possuía previsão que tornava a pílula espécie de cláusula pétrea: por tal dispositivo, no caso de votação para remover a *poison pill*, os acionistas que votassem a favor da exclusão ficariam obrigados a lançar oferta pública para adquirir 100% das ações da companhia, pelo preço nela definido. Cf.: DE SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. **A Tomada de Controle de Companhia Aberta: A Poison Pill à Brasileira**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011, pp. 139 e 140.

²²⁸ MUNHOZ, 2013, op. cit., p. 334.

²²⁹ DE SOUZA, 2011, op. cit., p. 141.

²³⁰ CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; Aragão, Leandro Santos de. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 26.

ao tema. Neste sentido, concebeu-se o Parecer de Orientação CVM n. 36/09, que tangenciou levemente a ilegalidade das referidas disposições, em que pese não as ter vedado completamente, dispondo que:

A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias [ônus aos acionistas que votarem pela supressão ou alteração das cláusulas de proteção à dispersão acionária] não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória²³¹.

Entende-se, aqui, como positivo o referido parecer exarado pela CVM. Nada obstante, adota-se a posição trazida por Barroso do Nascimento no sentido de que “a CVM enfrentou de forma tímida a questão, abordando apenas superficialmente a matéria”²³² e por Carlos Klein Zanini, no sentido de que “a solução preconizada pela CVM, de admitir a *poison pill* brasileira mas não sua imodificabilidade prática, parece-nos ser ainda bastante acanhada”²³³.

Nestes termos, conclui-se: (i) primeiramente, vislumbra-se que ainda existem inúmeras controvérsias quanto à sua legalidade, à sua validade e à sua aplicabilidade; (ii) as *poison pills* de “Tipo A”, em que pese serem bastante comuns e, na visão deste trabalho, não ilícitas *prima facie*, devem ser acompanhadas de necessária parcimônia e respeito às disposições e aos princípios do direito societário; (iii) as *poison pills* de “Tipo B” não se mostram plenamente adequadas ao ordenamento jurídico brasileiro, mormente por sua violação ao princípio da livre circulação, transferência e negociação das ações; e (iv) o Parecer de Orientação CVM n. 36/09, malgrado majoritariamente positivo, poderia ter abordado melhor a questão, especialmente quanto à efetiva proibição das “cláusulas pétreas” que visam coibir a supressão das cláusulas de proteção à dispersão acionária.

5.4. Oferta Pública Concorrente

²³¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM 36**, 23 jun. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>. Acesso em: 10 nov. 2019.

²³² NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 224.

²³³ ZANINI, 2011, op. cit., pp. 276-277.

A oferta pública concorrente é “outra oferta pública de aquisição de controle, apresentada por pessoa que não seja o ofertante inicial ou pessoa a ele vinculada e que tenha por objeto as ações abrangidas na oferta inicial”²³⁴. É, também, definida pela Instrução CVM n. 361/02, em seu art. 1º, VI.²³⁵

Nestes termos, evidencia-se que não se trata propriamente de um instrumento de proteção visando impedir completamente a aquisição de controle da companhia. O que se busca, em verdade, é (i) obstar que o primeiro ofertante seja quem efetivamente adquira a companhia; ou (ii) melhorar os termos da oferta, em qualquer vertente que seja.

Ademais, no que tange ao ponto (i), supramencionado, a companhia pode buscar um *white knight*, conforme trabalhado abaixo, que esteja mais alinhado aos seus interesses e, portanto, mostra-se como um ofertante mais desejável do que o primeiro. De mesmo modo, pode a companhia ter intenções relativas ao ponto (ii), buscando maximizar os termos da OPA em suas mais diversas facetas (e.g. valor pago pelas ações).

As condições atinentes às ofertas públicas concorrentes estão dispostas na Instrução CVM n. 361/02, que traz, dentre diversos pontos: (i) a necessidade de que seja lançada, ou ter seu registro solicitado, em até 10 (dez) dias da data prevista para a realização do leilão da OPA com que concorrer (art. 13, § 2º); (ii) o dever de que seja lançada com preço no mínimo 5% (cinco por cento) superior ao da OPA com que concorrer; e (iii) a possibilidade de que o ofertante inicial e o concorrente aumentem o preço de suas ofertas por quaisquer valores e quantas vezes julgarem conveniente, respeitadas as limitações do art. 5º da Instrução CVM n. 361/02 (art. 13, § 5º).

Nestes termos, evidencia-se que a oferta pública concorrente é, para além de defesa em si, instrumento para o emprego de outras medidas de proteção, a exemplo dos *white knights*.

5.5. Contraoferta Pública de Aquisição (*pac-man*)

²³⁴ SILVA, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos Administradores de S/A**: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

²³⁵ O art. 1º, VI da Instrução CVM n. 361/02 define a OPA Concorrente como “a OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM ou por OPA não sujeita a registro cujo edital já tenha sido publicado, nos termos do art. 11”.

O instrumento de proteção *pac-man*²³⁶, em que pese não ter tradução para o português, resume-se na realização de uma contraoferta pública de aquisição, sendo definido como “uma contra-oferta mediante lançamento de uma oferta sobre as ações de emissão do capital social do ofertante, movida pela sociedade visada ou por terceiro”²³⁷.

Os problemas de se operacionalizar uma defesa de *pac-man* são bastante evidentes – geralmente, a companhia-alvo possui menor poderio econômico do que o adquirente interessado, de modo que não poderia se valer de recursos financeiros para, então, tentar adquiri-lo. Contudo, 2 (dois) pontos devem ser ressaltados: (i) naturalmente, não é impossível que a companhia-alvo tenha os referidos recursos²³⁸ ou, então, realize empréstimos ou outras formas de obtê-los; e (ii) como se depreende da própria definição do instrumento de proteção, é possível, também, que a aquisição do ofertante seja realizada por terceiros.

Um caso relativamente recente da utilização da defesa *pac-man*, conforme apontado por Thomas Kirchner²³⁹, foi a tentativa de aquisição da Volkswagen AG pela Porsche SE. Em 2007, a Porsche havia colocado em prática plano para a aquisição da Volkswagen por meio da compra de diversos valores mobiliários com opção de compra conversíveis em ações. Contudo, em 2008, quando do efetivo exercício da opção de compra, a Porsche se encontrava em situação de não liquidez, decorrente mormente da conjuntura de crise econômica da época, sendo cobrada de seus diversos empréstimos e dívidas. Diante de sua frágil situação, a Volkswagen, que se encontrava diante de OPA formulada pela Porsche, acabou por, então, salvá-la por meio de sua aquisição.

A medida defensiva é bastante criticada nos Estados Unidos, especialmente considerando o grande dispêndio de recursos da companhia-alvo necessário para

²³⁶ O nome advém do jogo de *videogame* bastante popular na década de 80. A referida modalidade de defesa foi utilizada pela primeira vez pela companhia Martin Marietta Corporation, em 1982, quando realizou o empréstimo de USD 1 bilhão para tentar adquirir a companhia Bendix Corporation, seu ofertante.

²³⁷ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 250.

²³⁸ No que tange ao tema, fala-se na manutenção de um *war chest* da companhia-alvo, um “baú de guerra” que contém recursos para combater eventuais tentativas de tomada hostil de controle. Lucky Phakeng, em seu manual de ‘gírias’ utilizadas nas operações de M&A, define o *war chest* como “the reserve of cash a company sets aside to attempt a takeover or defend itself against a hostile takeover”. Cf.: PHAKENG, Lucky. Without Prejudice. **Sabinet African Journals**, vol. 9, Issue 9, Oct 2009, pp. 52-54.

²³⁹ KIRCHNER, Thomas (1968). **Merger arbitrage**: how to profit from event-driven arbitrage. Second edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2016, p. 282.

tentar realizar a aquisição do ofertante, havendo, inclusive, incerteza quanto à legalidade do referido instrumento²⁴⁰.

No Brasil, no entanto, a medida encontra plena guarida no ordenamento jurídico, sendo uma oferta pública de aquisição como qualquer outra. Barroso do Nascimento adverte sobre a diferença entre a defesa *pac-man* e a oferta concorrente, sendo que esta possui requisitos próprios, os quais não são aplicáveis ao instrumento de proteção. Neste sentido, ressalta o autor que “a defesa *pac-man* é um contra-golpe, não lhe sendo aplicáveis, em nosso entender, as exigências legais pertinentes à oferta concorrente”²⁴¹, mas “uma vez respeitadas as regras típicas de quaisquer ofertas públicas voluntárias no Brasil, estará perfeitamente adequada ao nosso sistema”²⁴².

5.6. Cavaleiro Branco (*White Knight*)

Conforme bem definida por João Pedro Barroso do Nascimento, o *white knight* é instrumento de proteção, que pode ser traduzido para o português como “cavaleiro branco”, por meio do qual “são convidados terceiros amigáveis à administração e/ou a determinados grupos de acionistas relevantes da companhia-alvo, para realizarem oferta de aquisição do controle da companhia-alvo impedindo que o adquirente hostil o faça”²⁴³. Verifica-se, em última instância, algo que pode não proteger a companhia contra uma tomada de controle, considerando que visa à aquisição por terceiro que não o interessado adquirente.

Assim sendo, trata-se de oferta concorrente, já trabalhada no ponto 5.4, realizada por terceiro amigável ou, pelo menos, mais alinhado aos interesses à companhia do que o adquirente interessado contra o qual está tentando se empregar o instrumento *white knight*. Nos termos das considerações supramencionadas sobre as ofertas concorrentes, limitar-se-á, aqui, à replicação das pontuais críticas realizadas sobre a medida.

²⁴⁰ Sobre isso, aponta Deborah A. De Mott que “however elegant this move [pac-man defense] from the standpoint of grande corporate strategy, its legal consequences are highly uncertain. This legal uncertainty may explain why the Pac-Man defense has not been used more extensively”, ressaltando, ainda, que “the Delaware Supreme Courts’ confused and moralistic analysis of fiduciary duty in the aftermath of a Pac-Man defense suggests that courts may find it difficult to resolve the battle for control by recourse to traditional legal principles. Cf.: DEMOTT, Deborah A. Pac-Man Tender Offers. **Duke Law Journal**, vol. 1983, n. 1, p. 116-132, feb. 1983.

²⁴¹ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 251.

²⁴² NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 251.

²⁴³ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 239.

Assim sendo, pode-se citar, mormente na experiência estadunidense, as considerações feitas por Barroso do Nascimento: (i) “situações em que a negociação entre a administração da companhia-alvo e o cavaleiro branco pode estar associada à previsão de privilégios conferidos pela companhia-alvo ao cavaleiro branco”²⁴⁴; e (ii) a dificuldade de se encontrar um “ofertante amigável, capitalizado e interessado em realizar expressivo desembolso, no momento em que o ofertante hostil apresentar oferta destinada à tomada de controle da companhia-alvo”²⁴⁵.

Em relação à primeira crítica, cite-se a posição de Erik Oioli no sentido de ser necessário coibir eventuais vantagens para um *white knight*, entendendo que este “por estar próximo aos administradores da companhia visada, poderia ter acesso a informações que somente estes têm e até mesmo realizar um processo de auditoria legal e contábil para realizar a sua proposta”²⁴⁶, ressaltando que tal se trata de prática não equitativa, de modo que os “administradores ou demais acionistas da companhia visada deverão limitar o acesso de informações privilegiadas pelo ‘white knight’”²⁴⁷.

No que tange à última crítica, a John A. Pearce II e Richard B. Robinson Jr. ainda asseveram os efeitos negativos que podem repercutir no *white knight*, entendendo que “a sua [*white knights*] disposição em ajudar pode diminuir o retorno de seus acionistas, pois, de acordo com Niden (1993), ele são ofertantes em um ambiente de leilão contestado, no qual os preços tendem a ser maiores do que ambientes em que não há leilões”²⁴⁸. É evidente, contudo, que esta crítica se mostra, em verdade, favorável à companhia-alvo, que vai estar em um ambiente de maximização do valor de suas ações²⁴⁹.

Nada obstante, entende-se, aqui, não somente pela plena aplicabilidade do *white knight* no ordenamento jurídico brasileiro²⁵⁰ – que encontra, inclusive, raízes na

²⁴⁴ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 240.

²⁴⁵ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 241.

²⁴⁶ OIOLI, op; cit., p. 312.

²⁴⁷ *Ibid.*, p. 312.

²⁴⁸ No original: “[...] their [white knights] willingness to serve can lower returns to their shareholders, since, according to Niden (1993), they ‘are bidders in a contested auction environment where prices tend to be higher than non-auction environments’”. Cf.: PEARCE, John. A.; ROBINSON JUNIOR, Richard. Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. **Business Horizons**, n. 47/5, pp. 15-24, 2004, p. 23.

²⁴⁹ As considerações quanto a esta questão, a exemplo da necessidade de que seja oferecido um valor no mínimo 5% (cinco por cento) superior à oferta original, já foram feitas no tópico referente às Ofertas Públicas Concorrentes, no item 5.4.

²⁵⁰ Barroso do Nascimento pontua perfeitamente, compartilhando-se, aqui, de tal apontamento, que “a atuação do administrador em buscar outras opções de ofertas públicas paralelamente à tentativa de tomada de controle da companhia é, em nossa opinião, inclusive uma tarefa decorrente dos deveres

Oferta Pública Concorrente –, mas, também, por seus reflexos geralmente positivos na companhia-alvo.

5.7. Escudeiro Branco (*White Squire*)

O escudeiro branco, geralmente conhecido por seu termo em inglês *white squire*, é medida de defesa bastante similar ao *white knight*, mas com a diferença fundamental de que não visa ao controle da companhia, conforme bem pontua Alexandre Couto Silva²⁵¹. Nestes termos, o *white squire* se mostra medida defensiva “por meio da qual são convidados terceiros, amigáveis à administração e/ou à determinados grupos de acionistas relevantes da companhia-alvo, para adquirirem participação acionária”²⁵², visando, assim, fazer com que “se sinta mais protegida contra ofertas hostis”²⁵³.

Melissa M. Kurp²⁵⁴ exemplifica as mais diversas formas que o *white squire* pode tomar: (i) venda de ações para terceiros amigáveis; (ii) emissão de mais ações nos ESOPs (*Employee Stock Option Plan*); e (iii) obtenção de *bridge financing*, para reestruturação e realização de operações da companhia, geralmente visando ao aumento dos direitos de voto do poder de controle, ainda que não permanentemente²⁵⁵.

Note-se que há críticas à referida medida defensiva, que pode se mostrar como uma possível forma de *greenmail* e, como tanto, ensejar as sanções existentes

legais impostos pelos artigos 153 a 158 da Lei n. 6.404/76 aos administradores da companhia”. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 242.

²⁵¹ SILVA, 2007, op. cit., p. 216.

²⁵² NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 243.

²⁵³ *Ibid.*, p. 243.

²⁵⁴ A referida autora explica, de modo bastante claro, as possibilidades de se empregar uma defesa de *white squire*, entendendo que “the white squire defense involves the placing of a substantial block of stock in the hands of friendly investors who are not interested in acquiring control. Several variations of the white squire defense exist: (1) selling stock to friendly third parties; (2) issuing more stock for the target corporation’s ESOP; and (3) obtaining financing necessary to restructure or complete other corporate transactions. The primary effect of the white squire transactions is to increase a target board’s voting power and, thus, make it difficult or impossible for an unwanted acquirer to obtain control of the target”. Cf.: KURP, Melissa M. Corporate Takeover Defenses after QVC: Can Target Boards Prevent Hostile Tender Offers without Breaching Their Fiduciary Duties. **Loyola University Chicago Law Journal**, vol. 26, issue 1, 1994-1995, p. 54. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/Page?men_tab=srchresults&handle=hein.journals/luclj26&id=64&size=2&collection=journals&terms=White%20Squire|white%20squire&termtyp=phrase&set_as_cursor=5>. Acesso em: 10 nov. 2019.

²⁵⁵ Sobre isso, Kurp ressalta que “this defense involves short-term loans from a lender who may receive a voting position in exchange”, sendo que “again, the effect is to increase target management’s voting power”. Cf.: KURP, 1995, op. cit., p. 54.

– nos Estados Unidos – à aplicação do instrumento de proteção. Neste sentido, discorrem John A. Pearce II e Richard B. Robinson Jr. que “[o *white squire* concorda] em não vender suas ações para o adquirente”²⁵⁶, sendo que o problema surge “quando o alvo recompra suas ações do *white squire* ele paga um prêmio, expondo-se, então, à multa de 25% (vinte e cinco por cento) por ter feito um pagamento de *greenmail*”²⁵⁷.

Encontram-se complicações, também, se houver uma mudança de comportamento por parte do *white squire*, não se mostrando mais tão amigável como era quando da negociação da referida compra de ações. Nestes termos, cita-se o caso trazido por James F. Peltz²⁵⁸, que comenta sobre o ocorrido quando da tentativa, por parte da companhia Carter Hawley Hale Stores Inc., ao empregar o referido instrumento de proteção.

In casu, a companhia-alvo encontrava diante de tentativa hostil de aquisição de seu controle por parte da Limited Inc., de modo que buscou um *white squire* na General Cinema Corporation, que adquiriu 36,8% (trinta e seis vírgula oito por cento) de suas ações. Considerando o elevado montante adquirido, a companhia-alvo celebrou com a General Cinema Corporation um *standstill agreement*, que fortemente limitava os direitos que advinham das ações adquiridas.

No entanto, em uma segunda tentativa de aquisição por parte da Limited Inc., a General Cinema Corporation ficou livre da grande maioria das restrições contidas no *standstill agreement*, de modo que acabou por se encontrar em 2 (duas) posições: (i) possibilidade de ajudar a própria Limited Inc. a realizar a tomada de controle da Carter Hawley Hale Stores Inc.; ou (ii) tomar o controle da companhia-alvo por si própria. No fim, a General Cinema Corporation e a Carter Hawley Hale Stores Inc. celebraram acordo, no qual esta dividiu seu negócio em partes, concedendo algumas de suas operações à General Cinema Corporation (*i.e.*, controle de suas operações de varejo).

Assim sendo, vislumbra-se que o *white squire* é medida de defesa que deve ser muito bem regulamentada e operacionalizada entre as partes envolvidas, visando

²⁵⁶ No original: “[the white squire agrees] not to sell its shares to the takeover strategist” Cf.: PEARCE; ROBINSON, 2004, op. cit., p. 23.

²⁵⁷ No original: “when the target repurchases its stock from the white squire, it pays a premium, thereby exposing itself to the 25% tax penalty for making a greenmail payment”. *Ibid.*, p. 23.

²⁵⁸ PELTZ, James F. ‘White Squire’ Takeover Defense Proves Risky Itself. In: **AP News**, december 11, 1986. Disponível em: <<https://apnews.com/e2ee0ffed954763eec0f937787c5ffe1>>. Acesso em: 05 nov. 2019.

evitar situações como as supracitadas. Nada obstante, adota-se integralmente a posição de João Pedro Barroso do Nascimento²⁵⁹, inclusive suas ressalvas, quanto à possibilidade de que o *white squire* funcione no Brasil.

5.8. Show stopper

A defesa do *show stopper*, como bem pontua João Pedro Barroso do Nascimento, “consiste em suscitar entraves concorrenciais e/ou atinentes a questões de direito público para dificultar ou inviabilizar a tomada de controle”²⁶⁰.

Desde modo, acionam-se as autoridades concorrenciais, no Brasil sendo representada mormente pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), para tentar bloquear a operação e a aquisição com fulcro em uma finalidade de proteção à concorrência, especialmente uma situação que possa se enquadrar na normativa prevista em algum dos dispositivos contidos nos arts. 36, 88 e 90 da Lei Federal n. 12.529/11.

A referida Lei, que instituiu o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (composto pelo CADE e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda), além de regulamentar a defesa à concorrência na ordem econômica brasileira, traz disposições que instrumentalizam o *show stopper*, a exemplo de seu art. 36, I e II, que classificam como infrações à ordem econômica limitar, falsear, ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência e a livre iniciativa, assim como dominar mercado relevante de bens ou serviços.

Nestes termos, em sendo possível a companhia-alvo minimamente demonstrar que a tentativa de aquisição pode ensejar algumas das hipóteses supracitadas, poderá submeter ao CADE a questão para análise. Frise-se que, independentemente da decisão feita pelo órgão de defesa à concorrência, o mero atraso decorrente da apreciação da questão pelo CADE já pode ensejar um desestímulo ou desinteresse por parte do adquirente interessado. Deste modo, acaba por “interromper o *show* até a manifestação da autoridade competente”²⁶¹.

²⁵⁹ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 244.

²⁶⁰ *Ibid.*, p. 255.

²⁶¹ *Ibid.*, p. 255.

Para além do CADE, Barroso do Nascimento²⁶² traz uma possível atuação por parte das autoridades estatais nas operações de tomada de controle a partir de uma interpretação ampla do art. 78, XI da Lei n. 8.666/93. Assim sendo, nas relações entre Administração Pública e a companhia sujeitas à referida lei, poder-se-ia ter a rescisão de um contrato relevante – às vezes, a razão pelo interesse na aquisição da companhia-alvo – pela “alteração social ou a modificação da finalidade ou da estrutura da empresa, que prejudique a execução do contrato”²⁶³.

Em que pese a referida modalidade de defesa ser bastante popular nos Estados Unidos, considerando as suas características inerentes, como aqui já trabalhado, o CADE tem uma atuação limitada por algumas disposições legais contidas na Lei Federal n. 12.529/11, conforme bem trabalha Paula Forgioni²⁶⁴.

Nada obstante as limitações e óbices supracitados, o *show stopper* se apresenta como plenamente aplicável ao ordenamento jurídico brasileiro.

5.9. Porto Seguro (Safe Harbor)

O *safe harbor*, termo que pode ser traduzido como “porto seguro” em português, é relativamente similar às defesas de *show stopper*, sendo pontuado por João Pedro Barroso do Nascimento que se aplica àquelas “companhias-alvo cuja atividade dependa de autorização, permissão ou concessão de algum ente

²⁶² *Ibid.*, p. 255.

²⁶³ O autor, ainda, se utiliza da opinião de Marçal Justen Filho neste sentido, apenas ressalvando que “a autorizada opinião de Marçal Justen Filho compreende casos de transferência de controle no conceito de alteração social previsto no artigo 78, inciso XI, da Lei n. 8.666/93. Embora a tomada de controle não seja propriamente transferência de controle, mas sim aquisição originária de controle [...] parece-nos que as tomadas de controle também poderiam se enquadrar nesta lógica”. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., pp. 255 e 256.

²⁶⁴ A referida autora explica que “Assim, nem todos os negócios que geram concentração são de apresentação obrigatória, mas apenas as operações expressamente mencionadas no art. 90, acima comentado (fusões, incorporações, compra de controle e de ativos etc.). E mesmo as concentrações mencionadas no art. 90, *caput*, estão dispensadas de apresentação se não alcançarem os patamares postos pelo art. 88, *caput*, alterados pela Portaria Interministerial 994, de 30 de maio de 2012: (i) um dos grupos partícipes da operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 750.000.000,00 (setecentos e cinquenta milhões de reais); e (ii) o outro grupo tenha o mesmo faturamento equivalente ou superior a R\$ 75.000.000,00 (setenta e cinco milhões de reais). Os critérios são cumulativos, ou seja, se uma empresa com faturamento superior a setecentos e cinquenta milhões de reais adquirir o controle de outra que ature menos de setenta e cinco milhões, não precisará pedir a autorização do CADE. Igualmente, caso nenhum dos partícipes atinja o patamar de faturamento de setecentos e cinquenta milhões, a participação não precisará ser informada”. FORGIONI, Paula A. **Os fundamentos do antitruste**. 10 ed. rev. e atual. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, pp. 438 e 439.

relacionado aos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios²⁶⁵”.

Nestes termos, tratar-se-á, também, de operação que deverá ser submetida ao Poder Público para autorização (e todos os riscos que daí decorrem). O referido autor assevera que pode ser colocado em prática “por meio da aquisição de outras companhias ou ativos que sejam capazes de criar contratempos regulatórios e/ou concorrenciais, notadamente por também envolverem a necessidade de outra autorização, permissão ou concessão pelo poder concedente”²⁶⁶. Deste modo, poderá o interessado na companhia-alvo desistir da operação pela incerteza das decisões causadas por algum dos entes/órgãos competentes pela autorização.

Por fim, como perfeitamente assevera Barroso do Nascimento, a distinção entre o *show stopper* e o *safe harbor* é que “este reconhece na atuação do agente público o ‘porto seguro’ para evitar a tomada de controle”. Neste sentido, a companhia-alvo espera o bloqueio da operação por parte do Poder Público, enquanto o *show stopper* tem como objetivo primário a suspensão da operação até a sua apreciação pelo órgão competente – ressalvado, também, que têm os mesmos efeitos práticos, considerando que ocorre a suspensão em ambos os casos.

5.10. Greenmail

O *greenmail*, termo que não possui tradução possível no português, como bem expõe João Pedro Barroso do Nascimento²⁶⁷, se trata de medida “defensiva” bastante controversa, pois consiste “na compra, pela companhia-alvo, de ações detidas por potencial adquirente hostil, com um prêmio relevante sobre o valor das mesmas, a fim de que ele deixe de comprar novas ações”²⁶⁸.

Em realidade, o que ocorre é que um *corporate raider* adquire uma quantidade considerável de ações da companhia-alvo. Então, munido de relevante participação na companhia-alvo, ameaça-a quanto à realização de uma OPA hostil caso não ela

²⁶⁵ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 256.

²⁶⁶ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 257.

²⁶⁷ O referido autor pontua o fato de que “a terminologia *greenmail* revela jogo de palavras com os termos *blackmail* (chantagem em inglês) e *green* (em referência a dinheiro). No Brasil e em Portugal, esta espécie de defesa vem sendo referida por sua expressão em inglês, por ausência de tradução apropriada ao nosso idioma”. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 248.

²⁶⁸ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 248.

não recompre – acrescidas de consideráveis valores, geralmente bastante acima do valor de mercado – as ações adquiridas.

Em que pese ter sido prática relativamente comum na década de 80 nos Estados Unidos, especialmente praticado pelo investidor e magnata Carl Icahn, mostra-se evidente que é instituto bastante censurável, tendo sido objeto de inúmeras críticas no mercado estadunidense²⁶⁹. Na doutrina brasileira, Plínio José Lopes Shiguematsu bem trabalha referidas críticas, apontando para a reação do Congresso dos Estados Unidos, em 1987, que aprovou legislação que taxava em 50% (cinquenta por cento) os ganhos obtidos a partir do *greenmail*.²⁷⁰

No Brasil, a prática do *greenmail* encontra óbices mormente pelo disposto no art. 30 da LSA, que dispõe a regra geral de que a companhia não pode negociar com suas próprias ações. Esbarra, também, na igualdade de tratamento que deve ser dada a todos os acionistas da companhia, com fulcro no art. 109, § 1º da LSA, sendo bastante questionável realizar a recompra de ações de apenas 1 (um) acionista a valores bem acima do que normalmente seriam pagos.

Outrossim, mostra-se inaplicável também pelos termos da CVM, que, por exemplo, vedou a compra de ações pela própria companhia quando “estiver em curso o período de oferta pública de aquisição de ações de sua emissão”, nos termos do art. 7º, III da Instrução CVM n. 567/15. No mesmo sentido, dispõe a Instrução CVM n. 323/00, em seu art. 1º, XIII, que pode ser considerado exercício abusivo do poder de controle “a compra ou venda de valores mobiliários de emissão da própria companhia, de forma a beneficiar um único acionista ou grupo de acionistas”.

Assim sendo, adota-se a posição, neste trabalho, quanto à inaplicabilidade do *greenmail* no Brasil.

²⁶⁹ Sobre o tema, Jonathan R. Macey e Fred S. McChesney discorrem que “as the terms suggest, payment of ‘greenmail’ to ‘raiders’ has generally not met with approval. It has been called everything from ‘extortion’ to ‘a disgrace’ to ‘[u]nfair, unjust, [and] wrong.’ Such negative opinions surface among ‘conservatives’ as well as ‘liberal’, for ‘[n]early everyone agrees that greenmail should be stopped’. Several different proposals, including legislative initiatives, have been offered to ban or regulate the practice”. MACEY, Jonathan R.; MCCHESENEY, Fred S. *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail. Faculty Scholarship Series*, n. 1768, 2018, p. 14.

²⁷⁰ Nestes termos, Plínio José Lopes Shiguematsu aduz que “[...] governo buscou controlar esse tipo de operação e, em 1987, o congresso norte-americano inseriu em seu código de imposto sobre a renda a previsão de pagamento de uma alíquota de 50% sobre o ganho realizado no recebimento de valores relacionados ao *greenmail*”. Cf.: SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. *Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle* In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito Societário – Desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 425.

5.11. Paraquedas Dourado (Golden Parachute)

A defesa do “paraquedas dourado”, geralmente conhecida por seu termo em inglês *golden parachute*, é instrumento que visa à concessão de diversos benefícios e compensações aos administradores da companhia caso esta se encontre diante de transferência de controle. Deste modo, poder-se-ia haver desestímulo na aquisição, considerando a possibilidade de que tais remunerações acarretem excessiva e inesperada onerosidade financeira ao adquirente interessado.

Maitê Rios ressalta que o *golden parachute* é medida “adotada anteriormente à oferta hostil de aquisição”²⁷¹, o que se evidencia a partir da ideia lógica de que as referidas compensações à alta administração devem ser previstas antes de uma ameaça de tomada de controle, sendo normalmente inserida em contratos de trabalho dos principais executivos.²⁷²

Há, também, o *silver parachute*, medida de defesa muitíssimo similar ao *golden parachute*, mas que se aplica a pessoas chave da companhia, mas que não pertençam à alta administração. A compensação média geralmente gira em torno de 2,5 salários anuais que lhes seriam devidos²⁷³. De mesmo modo, aponta-se a existência do *tin parachute*, que se trata de uma compensação paga a todos os funcionários da companhia²⁷⁴.

Dentre as diversas grandes companhias americanas – que se utilizam bastante da referida modalidade de defesa – podem-se vislumbrar expressivos valores a título de *golden parachute*, a exemplo da empresa *Hewlett-Packard (HP)*,

²⁷¹ RIOS, Maite. A inaplicabilidade da golden parachute no Brasil como medida defensiva preventiva contra a tomada hostil de controle e a análise hipotética de seu uso sob a luz do descumprimento dos deveres fiduciários da administração. **Mirage – LLM Direito Societário**, 2015, p. 12. Disponível em: <<http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1235>>. Acesso em: 05 nov. 2019.

²⁷² MARTINS NETO, 2009, op. cit., p. 34.

²⁷³ Sobre o tema, aponta P. Venkateswararao, que “Silver parachutes are generally awarded to executives below the top level. These are less lucrative than golden parachutes. Siske says these plans typically pay out about 1.5 to 2.5 times the recipient's annual salary, bonus and benefits”. Cf.: PODILE, Venkateswararao. Corporate Restructuring and Golden Parachute. In: **International Journal of Management and Social Science Research Review**, 2015. Disponível em: <https://www.academia.edu/37185573/Corporate_Restructuring_and_Golden_Parachute?auto=download>. Acesso em: 10 nov. 2019.

²⁷⁴ P. Venkateswararao também trabalha a referida modalidade de defesa, que, como alerta, é muito menos popular do que os *golden* e *silver* parachutes, discorrendo que “Tin parachutes are less popular than golden and silver parachutes, which include severance plans that cover all of the employees of a company in the event it undergoes a change in control. The value of a tin parachute vary significantly from company to company, but typically provide a severance payment linked to the recipients' years of service and/or their age, often with a cap, such as 1.5 times annual compensation”. Cf.: PODILE, 2015, op. cit., p. 169.

que, em caso de troca de controle, deveria pagar à sua ex-CEO, Meg Whitman, montantes que aproximavam o valor de US\$ 91 milhões²⁷⁵.

Thiago Spercel ao resumir de modo bastante conciso a referida modalidade de defesa, alerta para o claro problema que surge, discorrendo que consiste na:

[...] celebração de contratos com seus principais executivos atribuindo a faculdade de tais executivos rescindirem seus contratos e receberem multas rescisórias excessivamente altas em caso de mudança de controle. A adoção desse mecanismo pode criar o incentivo perverso para que os administradores prossigam com a aquisição mesmo quando ela não for no melhor interesse dos acionistas, tendo como objetivo receber as multas rescisórias (especialmente se tais executivos estiverem em estágio próximo à aposentadoria)²⁷⁶.

Conforme bem pontua o autor, o mecanismo é controverso, considerando que pode acabar resultando em conflito de interesses entre os acionistas e os administradores, que podem se utilizar das *golden parachutes* em benefício próprio e contrariamente aos interesses da companhia. Inclusive, não há unanimidade da doutrina quanto à legalidade do referido instrumento no direito brasileiro.

Carlos Augusto Silveira Lobo considera os *golden parachutes* como ilícitos, entendendo-os como "atribuição injustificada aos administradores de opções de compra de ações, bônus, gratificações em dinheiro, enormes honorários e outras vantagens extraordinárias a serem pagas no caso de serem exonerados"²⁷⁷. Maitê Rios também entende pela inaplicabilidade do dispositivo na realidade brasileira²⁷⁸.

Adotar-se, aqui, no entanto, a posição quanto à legalidade e à possibilidade da utilização do mecanismo com certa parcimônia, acompanhando o posicionamento de João Pedro Barroso do Nascimento, o qual entende que “nem todas as defesas de

²⁷⁵ BORT, Julie. HP CEO Meg Whitman will get a monstrous payout if she's ever fired. *In*: **Business Insider**, mar. 31, 2015. Disponível em: <https://www.businessinsider.com/whitman-gets-51-million-if-hp-axes-her-2015-3>. Acesso em: 10 nov. 2019.

²⁷⁶ SPERCEL, Thiago. Aquisições Hostis: Até quando resistir? **Pinheiro Neto Advogados**. Migalhas de Peso. jan. 2007.

²⁷⁷ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Sociedades coligadas, controladores e controladas. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das companhias**, v.2. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 2034-2035.

²⁷⁸ A autora aborda uma perspectiva referente ao dever fiduciário dos administradores da companhia, de modo que “caso fosse decidido, pela assembleia geral de uma companhia implementar a golden parachute como forma de remuneração da administração, na iminência de uma aquisição hostil de controle da companhia, poder-se-ia verificar que a administração não criou barreiras suficientes ao sucesso da oferta pública de ações, deixando de pensar em prol da companhia unicamente. Este é um problema que pode vir a ser verificado em qualquer companhia, independentemente da jurisdição e do cenário do mercado, uma vez que o ser humano está sujeito a se deixar levar pela ganância e pelo individualismo, e estes deslizos podem contaminar inclusive até os profissionais mais qualificados da administração”. Cf.: RIOS, 2015, op. cit., p. 48.

paraquedas dourados são tendentes a serem inválidas e/ou ilícitas, dependendo em todos os casos da avença estabelecida [...]”²⁷⁹.

Ainda, ressalta para a necessidade do pleno cumprimento dos deveres estabelecidos nos arts. 153 a 157 da LSA para evitar quaisquer situações de conflito, notadamente por estarem “assegurando para si próprios proteções em caso de mudança de controle na companhia-alvo”²⁸⁰. Justifica, de mesmo modo, a possibilidade de aplicação das *golden parachutes* se estiverem dentro de um cenário em que o Conselho de Administração se encontra permeado pelo *board neutrality*, hipótese em que poderá decidir com base em interesses altruísticos da própria companhia. Além disso, discorre sobre a importância da administração na tomada de decisões relativas às OPA hostis:

[...] há dificuldades de coordenar uma ação coletiva por parte dos acionistas no sentido de que estes, em conjunto, possam fazer a melhor escolha no contexto de uma tomada hostil, razão pela qual o envolvimento da administração pode se revelar de grande importância. Com esta permissão, a administração poderia aliviar a pressão sobre os acionistas em reagir à oferta e negociar as melhores condições de venda, com informação sobre os projetos futuros da empresa que os acionistas não dispõem²⁸¹

Por fim, Maitê Rios²⁸² – em que pese ser contrária a aplicação da medida –, aponta dispositivos no direito brasileiro que possibilitam uma possível mitigação dos riscos de que o *golden parachute* desencadeie um conflito de interesses ou se mostre como uma surpresa, a exemplo do Anexo 24 da Instrução n. 480/09 da CVM, que prevê, em seus itens 13.1 e 13.2, o *full disclosure* da remuneração percebida por diversos membros da companhia, inclusive pela Diretoria e pelo Conselho de Administração.²⁸³

Deste modo, reputa-se, aqui, que as medidas do tipo *golden parachutes* não são, *prima facie*, ilegais ou ilícitas no direito brasileiro. No entanto, por todas as razões

²⁷⁹ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 254.

²⁸⁰ *Ibid.*, p. 254.

²⁸¹ VAZ, Ernesto Luis Silva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Poderes da administração na oferta hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills). In: AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. **Direito Societário Contemporâneo I**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 405.

²⁸² RIOS, 2015, op. cit., p. 49.

²⁸³ O referido Anexo traz a necessidade de especificar os mais diversos tipos de remuneração, a exemplo da remuneração fixa anual – dividindo-a, inclusive, em salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos e remuneração por participação em comitês –, remuneração variável e, especialmente, os benefícios pós-emprego e benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo. Podemos encontrar os *golden*, *silver* e *tin parachutes* mormente nestes dois últimos itens.

aqui expostas, é necessário verificar *in casu* sua validade e respeito a princípios e regras inerentes às companhias.

5.12. Pílula de Pessoas (People Pill)

A *people pill* é instrumento de defesa que se utiliza da renúncia e/ou demissão em massa da administração e/ou pessoas chave em casos de tomada de controle por meio de OPA hostil. A referida medida pode, evidentemente, apenas se mostrar eficaz em companhias que dependem tão fortemente de características personalíssimas de seus funcionários a ponto de desencorajar uma aquisição frente à ameaça de renúncia em massa. De mesmo modo, pode-se mostrar eficaz em mercados ou segmentos que dependem de profissionais muitíssimo qualificados e que, portanto, são difíceis de se encontrar no mercado²⁸⁴.

João Pedro Barroso do Nascimento – apesar de aproximar-se de uma posição que entende a medida como pouco eficaz – traz um exemplo interessante que se mostra de possível aplicação na realidade brasileira. Neste sentido, discorre sobre a possibilidade da existência de acordos coletivos de trabalhadores da companhia, “de modo que estes trabalhadores estejam protegidos contra aquisições hostis de controle capazes de ensejar a subsequente extinção da companhia-alvo, fonte geradora dos empregos de tais trabalhadores”²⁸⁵. Assim sendo, em havendo “debandada dos trabalhadores ou aumentos dos custos para mantê-los trabalhando”²⁸⁶, poderia haver desestímulo à aquisição da companhia.

5.13. Joia da Coroa (Crown Jewel)

²⁸⁴ Assim entendem Vinod Kumar e Priti Sharma, que discorrem “this strategy is highly effective since the highly qualified employees who are crucial in identifying and developing business opportunities will resign from their posts. For example, a company is specialized in high-tech equipment’s made by highly professional employees. If any takeover attempt takes place, they all claim they will leave their job on such occasions. This disables the raiders company as it is not easy to recruit such high-tech employees and it will be difficult to maintain them also”. Cf.: KUMAR, Vinod; SHARMA, Priti. **An Insight into Mergers and Acquisitions: A growth Perspective**. 1st ed. Londres: Springer Verlag, 2019, p. 56.

²⁸⁵ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 254.

²⁸⁶ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 254.

A defesa da *crown jewel*, que pode ser traduzida para o português como “joia da coroa”, consiste na alienação *lato sensu*²⁸⁷, por parte da companhia-alvo, de grande parte de seus ativos relevantes, normalmente aqueles que ensejam o interesse do potencial adquirente. Deste modo, poderá se tornar menos atrativa aos olhos do interessado e, como consequência, fazer com que desista da tentativa de aquisição hostil.

É claro que nem sempre é interessante, por parte da companhia-alvo, desfazer-se de seus ativos mais relevantes, razão pela qual a medida defensiva da *crown jewel* muitas vezes é destinada a um possível *white knight*, conforme aponta João Paulo Almeida Braga²⁸⁸. Assim sendo, poderá a companhia-alvo readquirir seus ativos alienados passada a ameaça apresentada pela tentativa de aquisição hostil.

A medida defensiva é bastante controversa, especialmente considerando a realidade do direito brasileiro. É uma das defesas que compõem a ideia de *scorched-earth defenses*²⁸⁹, que visam à dilapidação de parte da companhia-alvo para torná-la menos atrativa e, como consequência, ensejar a desistência da aquisição por parte do interessado.

Mostra-se evidente que a tática deve ser utilizada com grande parcimônia e, no direito brasileiro, muitas vezes pode se mostrar inválida, especialmente ao se considerar o disposto no art. 117, § 1º, alínea “a” da LSA. Ainda, conforme perfeitamente pontuado por João Pedro Barroso do Nascimento:

De maneira gera, a conduta de alienar ativos relevantes da companhia para torná-la menos atrativa não é uma prática alinhada com os ditames do interesse social e da busca pelo fim social, razão pela qual deve haver um fundamento razoável que o justifique. [...] Neste compasso, há patente incompatibilidade na adoção de defesas tendentes a violar a *função social do contrato* e a *boa-fé objetiva*, respectivamente previstas nos artigos 421 e 422

²⁸⁷ Em que pese a doutrina estadunidense geralmente se referir à venda dos ativos, Barroso do Nascimento faz a ressalva de que pode ocorrer por meio da outorga de opção de compra a terceiros, especialmente a potenciais *white knights*. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 244.

²⁸⁸ Em relação ao tema, entende o autor que “Assim, a empresa-alvo vende uma parte ou todos os ativos valiosos como forma de tornar a empresa menos atrativa para a empresa adquirente, que perde motivação na aquisição da mesma. Uma forma de voltar a deter os ativos após venda é vendê-los a uma terceira empresa, White Knight, que aquando da retirada da proposta por parte da empresa adquirente pode vendê-los à empresa-alvo a um preço, anteriormente, fixado”. Cf.: BRAGA, João Paulo Almeida. **Estratégias defensivas em e comportamentos acionistas das empresas em situação de OPA contexto nacional**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto – 2015, p. 35. Disponível em: <<https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/7832/1/atese3.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

²⁸⁹ O termo pode ser traduzido no português como “defesas de terra arrasada”, fazendo alusão às táticas usadas em guerras, empregadas mormente pela Rússia quando da invasão feita por Napoleão e pela então União Soviética frente às invasões do Terceiro *Reich* da Alemanha, na qual se destruía seu próprio território para que o invasor encontrasse um ambiente hostil.

do Código Civil. Pode ser difícil justificar a venda dos principais ativos da companhia, a fim de se tornar menos atrativa contra eventual tomada de controle, sob a ótica civilista dos referidos princípios.²⁹⁰

De mesmo modo, a Instrução CVM n. 323/00 traz regras quanto ao abuso do poder de controle, aplicando-se à referida medida de defesa o disposto em seu art. 1º, III, que considera como comportamento abusivo “alienação de bens do ativo, a constituição de ônus reais, a prestação de garantias, bem como a cessação, a transferência ou a alienação, total ou parcial, de atividades empresariais, lucrativas ou potencialmente lucrativas” quando tais são realizados com interesse mormente do controlador.

Nestes termos, não é possível considerar, *prima facie*, a defesa do *crown jewel* e, em geral, as *scorched earth defenses*, como inválidas no ordenamento jurídico brasileiro. No entanto, elas deverão observar, como bem analisado por Barroso do Nascimento, diversas disposições, notadamente o cumprimento dos requisitos do art. 104 e respeito aos arts. 421 e 422 do Código Civil, assim como a estrita observância aos ditames do art. 117, § 1º, alínea “a” da LSA, regulamentado pela Instrução CVM n. 323/00, em consonância com os deveres dispostos nos arts. 153 a 158 da LSA.

5.14. Macaroni Defense

A *macaroni defense*²⁹¹, termo sem tradução exata no português, é definida por Barroso do Nascimento como medida que consiste “na emissão de debêntures pela companhia com a obrigação de recompra, com prêmio relevante, no caso de sucesso de oferta hostil de aquisição de controle”²⁹².

Nestes termos, a aquisição pode se tornar demasiadamente onerosa por parte do adquirente interessado, que deverá realizar a aquisição das debêntures, de modo a não mais tornar atrativa a companhia-alvo. Contudo, a medida – que tem natureza de *scorched earth defense* – deve tomar em conta a possibilidade da companhia-alvo em arcar com a quantidade de debêntures emitida se a *macaroni defense* cumprir a sua função de desestimular a OPA hostil.

²⁹⁰ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 245.

²⁹¹ A nomenclatura da medida defensiva decorre da ideia que, quando colocados em água fervente, os *macaroni* (um tipo específico de massa utilizado especialmente nos Estados Unidos) se expandem de modo descontrolado.

²⁹² NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 257.

De modo similar ao tratar das *crown jewel*, deve-se temperar a aplicação do referido instrumento de proteção com fulcro nos princípios do direito societário e das regras da LSA e do Código Civil. Com esta ressalva, adota-se, neste trabalho, a posição pela compatibilidade da *macaroni defense* no ordenamento jurídico brasileiro.

5.15. Cláusulas de Vencimento Antecipado

Conjuntamente com os instrumentos de proteção do *crown jewel* e da *macaroni defense*, as cláusulas de vencimento antecipado podem ser incluídas no gênero das *scorched earth defenses*.

Como se vislumbra em seu próprio nome, bastante autoexplicativo, consiste na inclusão de cláusulas de vencimento antecipado de obrigações em seus contratos – notadamente aqueles relacionados a empréstimos e de maior relevância – em casos de transferência de controle da companhia. Nestes termos, haverá grande ônus por parte do adquirente interessado em arcar com os enormes montantes que podem advir do vencimento antecipado das obrigações da companhia.

Ressalte-se, também, conforme pontua Leonardo Arêba Pinto, que geralmente há garantia do adimplemento das obrigações contraídas por meio dos ativos da companhia, “motivo pelo qual o vencimento antecipado dos contratos e empréstimos relevantes da sociedade adquirida pode comportar prejuízo insustentável ao adquirente”²⁹³.

João Pedro Barroso do Nascimento assevera, por fim, que é possível encontrar guarida ao referido instrumento de proteção no ordenamento jurídico brasileiro, ressalvada “a aplicação do parágrafo único do art. 2305 do Código Civil, que impõe a primazia dos preceitos e ordem pública como os instituídos para assegurar a função social da propriedade e dos contratos [...]”²⁹⁴.

Assim, adota-se, aqui, a posição pela aplicabilidade das defesas das cláusulas de vencimento antecipado, com as ressalvas acima feitas, no direito brasileiro.

²⁹³ PINTO, Leonardo Arêba. **A regulação das medidas defensivas contra aquisição hostis de sociedades anônimas**. 2017. 205 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais, Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2017, p. 134.

²⁹⁴ NASCIMENTO, 2019, op. cit., pp. 259 e 260.

5.16. Pílula do suicídio ou defesa de Jonestown

A *suicide pill*, também conhecida como *Jonestown defense*²⁹⁵, é controversa medida pela qual a companhia-alvo, utilizando-se de vários instrumentos aqui já analisados, como a *crown jewel defense*, a *macaroni defense* e as cláusulas de vencimento antecipado, sem prejuízo de outros, visa prejudicar a si própria de um modo tão extremo que pode causar sua própria extinção.

Resta evidente a razão da controvérsia do referido instrumento de proteção, que não somente prejudicará os acionistas, mas, também, eventualmente a própria administração, que se encontrará diante de possível falência ou dissolução da companhia-alvo. Nestes termos, reputa-se a referida medida inaplicável ao direito brasileiro, considerando quase a integralidade dos dispositivos da legislação societária e civil, conforme trabalhado abaixo.

5.17. Apenas diga não (*Just Say No*)

A defesa do *just say no*²⁹⁶, “apenas diga não” em português, mostra-se, em primeiro momento, como bastante estranha frente à sistemática e aos pressupostos das companhias no direito societário brasileiro²⁹⁷. A modalidade de defesa consiste na simples rejeição, por parte do Conselho de Administração, da oferta pública de aquisição. De mesmo modo, resolve pela não aplicação de quaisquer defesas que a companhia tenha em seu arsenal.

É evidente que, nos casos em que se permite a controversa aplicação da *just say no*, a decisão quanto à aceitação da OPA ou não, assim como quanto à utilização

²⁹⁵ O nome do instrumento surge do suicídio em massa incentivado por Jim Jones, na cidade de Jonestown, na Guiana.

²⁹⁶ O referido instrumento proteção pode ser chamado, também, de “Nancy Reagan Defense”, considerando que a frase do *just say no* se refere à campanha contra as drogas empreendidas pela então primeira-dama dos Estados Unidos, Nancy Reagan.

²⁹⁷ Aliás, pode-se considerar que a medida de defesa é estranha aos mais diversos ordenamentos jurídicos, sendo algo bastante adaptado à realidade do direito estadunidense. Neste sentido, destacam David Fox e Daniel E. Wolf que “the defense is unique to the U.S. market – by comparison to the swift resolution of the recent Cadbury/Kraft hostile offer mandated by UK takeover rules, the defense can result in protracted battles that last for months, and sometimes years, oftentimes despite support for an offer from target shareholders”. Cf.: FOX, David; WOLF, Daniel E. “No Mas” to “Just Say No”? **Kirkland M&A Update**, feb. 16, 2010, p. 01. Disponível: <<https://www.kirkland.com/-/media/publications/ma-update/2010/02/ma-update-no-mas-to-just-say-no/81584a3c2ca737ab94a0cf63df647155.pdf>>. Acesso em: 05 nov. 2019.

das mais diversas defesas pela companhia, cabe ao Conselho de Administração, e não aos acionistas.

O referido tratamento ocorre principalmente no direito estadunidense²⁹⁸, no qual se concebeu o *just say no*, não sem um demasiado número de críticas. Neste sentido, denote-se a própria definição dada ao instrumento por Ronald J. Gilson, que aduz “a defesa do ‘just say no’ é o atual grito de Guerra daqueles que procuram dar à administração da companhia-alvo o poder ilimitado de bloquear ofertas públicas de aquisição hostil”²⁹⁹, ressaltando, ainda, que “na verdade, a administração da companhia-alvo busca o poder de dizer não para seus próprios acionistas”³⁰⁰.

Como se evidencia do supratranscrito, as críticas ao instituto tangem notadamente dois pontos essenciais à discussão proposta neste trabalho: (i) o excesso de poder concedido ao Conselho de Administração³⁰¹; e (ii) o conflito de interesses entre este, que muitas vezes visa à sua própria proteção, e os acionistas de uma companhia, que por diversas ocasiões se encontram prejudicados em detrimento do Conselho de Administração.

Nada obstante, em que pese a controvérsia quanto ao instrumento de proteção, fato é que geralmente visa apenas à postergação e ao atraso da concretização da OPA, fazendo com que a companhia negocie melhores condições

²⁹⁸ Kevin Thomson e Richard Friedman, em análise quanto à aplicação do *just say no* no Canadá, ressaltam a particularidade do instituto à realidade dos Estados Unidos, possuindo ambiente corporativo que permite que os administradores efetivamente digam não, sendo que “In the United States, courts generally defer to the business judgment of directors and afford them considerable latitude in the adoption of take-over defences in the face of unsolicited take-over bids. US courts typically have held that directors of target companies have properly satisfied their fiduciary duties if (i) they are not acting in their own self-interest, (ii) they have reasonable grounds for believing that a particular threat to the corporation exists, (iii) they adopt reasonable measures to address the threat posed, and (iv) they act diligently on the basis of expert independent advice and full and complete information”. Cf.: THOMSON, Kevin; FRIDMAN, Richard. Canada: When “No” Means “Maybe” — The State Of The “Just Say No” Defence In Canada. In.: **Mondaq. Connecting knowledge & people**, mar. 29 2011. Disponível:

<<http://www.mondaq.com/canada/x/127060/M+A+Private%20equity/When+No+Means+Maybe+The+State+Of+The+Just+Say+No+Defence+In+Canada>>. Disponível em: 10 nov. 2019.

²⁹⁹ No original: “[...] ‘just say no’ is the current rallying cry of those seeking to give target management the unrestricted power to block hostile tender offers”. Cf.: RONALD, J. Gilson. Just Say No to Whom?. **25 Wake Forest L. Rev.**121, 1990, p. 121. Disponível em: <https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/988>. Acesso em: 10 nov. 2019.

³⁰⁰ No original: “[...] in fact, target management seeks the power to say no to its own shareholders”. Cf.: *Ibid.*, p. 121.

³⁰¹ Sobre o tema, Ronald J. Gilson explica que “To whom does management want the power to say no? As target management poses the issue, it wants to say no to a raider. The image is of stalwart management protecting shareholders against a marauding outsider. However, that image is seriously misleading. In fact, target management seeks the power to say no to its own shareholders”. Cf.: RONALD, 1990, op. cit., p. 121.

da oferta ou, então, busque um *white knight*, conforme explicam David Fox e Daniel E. Wolf³⁰².

No entanto, pelas razões aqui expostas, entende-se que o *just say no* se mostra não somente bastante alienígena à realidade do direito brasileiro, mas, também, claramente inaplicável – isto porque, como trabalhado alhures, as decisões relativas às OPAs e às trocas de controle restam mormente com os acionistas, conforme bem pontua João Pedro Barroso do Nascimento³⁰³.

6. A RACIONALIDADE POR TRÁS DOS INSTRUMENTOS DE PROTEÇÃO CONTRA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO HOSTIL

Ao longo deste trabalho, muito se falou sobre os aspectos essenciais inerentes às companhias abertas, às suas formas de aquisição e, especialmente, ao arsenal de instrumentos proteção – estatutários, contratuais e institucionais – que têm à sua disposição para se defenderem de eventuais tentativas de aquisição hostil. Restam, no entanto, alguns questionamentos quanto à finalidade de se permitir o emprego de tais instrumentos: o por quê o ordenamento jurídico (brasileiro e estrangeiro) permite que tais medidas sejam utilizadas e, especialmente, quem é o seu beneficiado – se a própria companhia, seu grupo de acionistas ou a sua administração – ao se bloquear (ou, ao menos, dificultar) uma tentativa de aquisição.

Definir abstratamente um objeto de tutela quando se visa bloquear uma OPA hostil é tarefa praticamente impossível. Deve-se analisar, no entanto, quais são os deveres e poderes da administração, dos acionistas e da própria companhia para chegar a uma parcial conclusão de que, em verdade, a razão por trás de se permitir uma OPA hostil dependerá muito das circunstâncias concretas de determinado caso.

O tema se relaciona a diversos princípios – alguns expressamente adotados pelo ordenamento jurídico brasileiro e outros não – que norteiam a atuação da

³⁰² Sobre o tema, os autores ressaltam que “it very rarely is pursued to the end in the face of a determined and persistent suitor offering a premium price that is supported by target shareholders—rather, it is most often used by a target board to delay the inevitable in the hopes of unearthing a “white knight” suitor or at least extracting a higher price from the bidder”. Cf.: FOX; WOLF, 2010, op. cit., p. 01.

³⁰³ O autor faz a ressalva quanto à importância da participação da administração na OPA, entendendo que “no Brasil, ainda que o envolvimento da administração seja saudável na maioria das operações de tomada de controle”, mas, no entanto, “a decisão quanto ao mérito da oferta pública, aceitando-a ou rejeitando-a, cabe aos acionistas, razão pela qual está defesa é praticamente inaplicável em nosso sistema legal”. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 262.

administração, dos acionistas e da companhia diante de uma OPA hostil, conforme se demonstrará adiante.

Denote-se que, por exemplo, ao se permitir que a companhia, especialmente a partir de sua administração, aplique qualquer uma das diversas *scorched earth defenses*, estarão seus acionistas e a própria companhia realmente sendo protegidos? Dilapidar o patrimônio da companhia para perpetuar uma administração pode se mostrar como uma boa razão ao se considerar caso em que o adquirente interessado visa prejudicar ou, até mesmo, à extinção da companhia (a exemplo da tentativa de aquisição por uma concorrente que visa aniquilar a companhia-alvo)?

As possibilidades são inúmeras. A resposta não é fácil e, definitivamente, não é exata. Depende de diversos fatores, notadamente a partir das perspectivas das teorias que definem a *raison d'être* da companhia aberta, e da leitura, que, em *ultima ratio*, estará dotada de inevitável carga pessoal do jurista quanto às suas próprias concepções de quem deve ser o protegido ao tentar se evitar uma tomada de controle hostil.

Buscar-se-á retomar, no presente capítulo, os conceitos essenciais e inerentes às teorias da finalidade da companhia e o que é tutelado ao se permitir a aplicação dos diversos instrumentos para sua proteção.

6.1. Os Instrumentos de Proteção dentro da Teoria Contratualista

Primeiramente, ao se conceber a companhia dentro da teoria contratualista, é evidente que se busca tutelar, em primeiro lugar, os acionistas da companhia, considerando o seu interesse ser mormente o principal objetivo e a finalidade da companhia, conforme já trabalhado no item 2.1.

No que tange ao tema, faz-se mister abordar especialmente a ideia da maximização do *shareholder value*, que, de modo inevitável, atende ao principal interesse dos sócios – na grande maioria dos casos, a obtenção e a maximização do lucro. Neste sentido, pode-se aplicar a teoria das restrições (*theory of constraints*), que traz como principal meta a “maximização da riqueza para os acionistas, sendo que se as expectativas destes forem atendidas, as do *stakeholders* também serão”³⁰⁴.

³⁰⁴ ROCHMAN, Ricardo Ratner. **Modelo de maximização de valor em um ambiente de incertezas e restrições operacionais**: uma aplicação da teoria das restrições aliada a teoria de opções reais. Tese (Doutorado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração e Empresas de

O contraponto à referida ideia será trabalhado no item 6.3, abaixo, ao se analisar a quem os interesses dos *stakeholders* estão alinhados – se aos acionistas ou se à administração (ou, quiçá, ambos).

Curiosamente, ao se adotar a ideia de maximização do *shareholder value*, o que deixa claro o interesse máximo dos acionistas, muitas vezes se pode ter conflitos de interesses junto à administração da companhia (que também possui interesse em relação ao seu valor)³⁰⁵.

De modo bastante geral, as *scorched earth defenses*, notadamente aquelas relativas às defesas da *crown jewel*, da *macaroni defense*, das cláusulas de vencimento antecipado e, evidentemente, a incongruente *Jonestown defense* se mostram contrárias aos pressupostos que norteiam a teoria contratualista. Em sendo o interesse dos acionistas o foco da referida teoria, é explícito que prejudicar a companhia (e, conseqüentemente, o valor das suas ações) parece ser exatamente o contrário do visado por seus acionistas.

Assim, pode-se tecer considerações acerca do poder de decisão quanto à aceitação ou não da OPA ou, ainda mais importante, quanto ao emprego das medidas contra a OPA hostil. Nestes termos, a grande maioria das críticas em relação ao poder de decisão alocado aos acionistas quando à OPA hostil é a sua suposta falta de informação sobre a oferta³⁰⁶, pois os administradores seriam os mais aptos a julgar se aquela OPA atende às expectativas da companhia. Ademais, como mencionado supra, haveria relutância quanto ao emprego de medidas que se encontram dentro do gênero *scorched earth defenses*, mas não restritas exclusivamente a estas.

Secchi Munhoz elenca alguns problemas relativos ao poder decisório nas mãos dos acionistas. De modo bastante sintético, pode-se listar: (i) a falta de

São Paulo, São Paulo, 2005, p. 08. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2470/1200501722.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

³⁰⁵ Como já explicado no item 5.17 deste trabalho, a defesa do *just say no*, em que pese não ser aplicável no Brasil, tem, em muitas ocasiões, como expoente máximo a disputa entre a administração – que simplesmente rejeita a OPA e não emprega nenhum *shark repellent* – e os interesses dos acionistas em ir em frente com a OPA, considerando que geralmente os valores oferecidos pelas ações são de montante mais elevado e, normalmente, bastante atrativos.

³⁰⁶ Ainda que não seja a posição adotada por Eduardo Secchi Munhoz, que, de modo exemplar, trabalha a questão, o referido autor traz ideias, mormente da doutrina estadunidense, no sentido de que “a defesa dos administradores baseia-se, ainda, na ideia de que estes são os mais capacitados e mais bem informados do que os acionistas para decidir sobre as ofertas de aquisição de controle”. Cf.: MUNHOZ, 2013, op. cit., p. 214.

informação³⁰⁷; (ii) ausência de processo de escolha coletiva³⁰⁸; e (iii) o efeito coercivo das ofertas públicas de aquisição de controle³⁰⁹.

Em relação ao ponto (i), adota-se, aqui, a posição de que não necessariamente os acionistas serão os menos informados quanto à questão ou, então, se os administradores são os mais aptos para decidirem sobre a oferta. Duas são as razões de tal posição: (i) considerando a grande concentração acionária no mercado de capitais brasileiros, as companhias geralmente têm poucos acionistas que, portanto, são geralmente engajados em seus negócios usuais ou minimamente se preocupam com as atividades sendo desenvolvidas, tendo conhecimento de seu desenvolvimento cotidiano; e (ii) a existência de inúmeros instrumentos concedidos pela legislação brasileira, mormente a partir das instruções normativa da CVM, que possibilitam dar um elevado nível de informação dos acionistas que se deparam com uma OPA³¹⁰. Outrossim, ainda no que toca ao ponto (ii), a divulgação pública e bem informada da oferta, conforme supracitado, com um prazo razoável após o anúncio e publicação do edital para que todos tomem conhecimento, pode incentivar uma maior articulação entre os acionistas e, assim, suprir eventuais abordagens individuais que possam ser feitas a cada acionista.

Por fim, em relação ao efeito coercivo das ofertas públicas de aquisição de controle, nos termos do ponto (iii), perfeitamente pontua Eduardo Secchi Munhoz³¹¹ que existem três formas de evitar tal coercibilidade das OPAs nos termos supramencionados, quais sejam: (i) a proibição de ofertas parciais; (ii) a proibição de

³⁰⁷ *Ibid.*, p. 222.

³⁰⁸ *Ibid.*, p. 222.

³⁰⁹ Frise-se que o autor se utiliza do termo coercivo não em seu sentido técnico-jurídico, mas em seu sentido literal, como “constranger, compelir, pressionar o acionista a aceitá-la [a oferta pública de aquisição de controle]”. Ainda, ressalta que as ofertas que possuem tal características geralmente são: (i) ofertas seguidas de incorporação, ou de outras operações societárias análogas que impicam a troca das ações de titularidade dos acionistas de emissão da companhia-avo por ações de outra companhia ou mesmo por dinheiro (immediate takeout ou two-tier offers); e (ii) ofertas parciais”. Cf.: MUNHOZ, 2013, op. cit., pp. 225-226.

³¹⁰ O tema já foi tratado no item 4.3 deste trabalho. Nada obstante, ressalte-se: (i) o disposto no art. 258, que traz os requisitos para o instrumento da OPA para aquisição de controle; (ii) a normativa imposta pela Instrução CVM n. 358/00, que traz diversas disposições relativas às divulgações de fatos relevantes em diversas operações realizadas junto à CVM, inclusive as ofertas pública de aquisição de ações; e (iii) as disposições previstas na Instrução CVM n. 361/02, mormente aquelas relativas à publicação do edital da OPA, nos termos do art. 11 da referida Instrução, devendo ser publicada em jornais de grande circulação – o que eventualmente poderá ser revisto pela CVM em virtude das Medidas Provisórias n. 892/19 e 896/19, caso realmente convertidas em lei –, encaminhamento do edital ao diretor de relações com investidores da companhia objeto, para que divulgue-o imediatamente ao mercado, inclusive por meios eletrônicos.

³¹¹ MUNHOZ, 2013, op. cit., pp. 234-236.

takeout imediato com valor inferior ao da oferta; e (iii) o direito de vender ou resgatar após a aquisição.

Nestas hipóteses, pode-se mitigar as distorções causadas nas decisões existentes por parte dos acionistas e, quiçá, permitir uma abordagem mais próxima ao contratualismo para a aplicação das medidas defensivas contra as OPAs hostis.

Nada obstante, demonstrar-se-á, no item 6.3, como é possível haver convergência entre os acionistas da companhia-alvo, nos termos das considerações supra, e da administração, conforme será demonstrado infra, para que, então, a escolha quanto à OPA hostil beneficie não somente estes, mas a própria companhia.

6.2. Os Instrumentos de Proteção dentro da Teoria Institucionalista

Conforme mencionado alhures no item 2.2, a teoria institucionalista visa minorar o poder concedido à assembleia-geral/aos acionistas e, como consequência, aumentar a influência da administração na condução dos negócios da companhia. Para a análise que aqui será feita, tomar-se-á como premissa tal preponderância do interesse da administração – em que pese pautado por um suposto interesse social, como já discorrido no referido item – em detrimento do interesse dos acionistas, ainda que não integralmente.

A racionalidade institucionalista das medidas defensivas estão dentro de uma perspectiva em que o poder de decisão quanto à possível aplicação de defesa contra OPA resta nas mãos da administração da sociedade, que – em tese –, não teria os interesses egoístas dos acionistas. Nesta seara, Martin Lipton afirma que “nosso [estadunidense] sistema atual de governança corporativa coloca o director no centro do processo de decisão corporativo e expandiu as responsabilidades da companhia para salvaguardar interesses maiores do que somente os dos acionistas”³¹².

Evidentemente, tal afirmação, além de adstrita a determinadas realidades jurídicas, nem sempre é verdadeira, conforme pontua Eduardo Secchi Munhoz no sentido de que “uma vez apresentada a oferta de aquisição, os administradores podem resistir a ela não com o objetivo de aumentar a riqueza dos acionistas, mas

³¹² No original: “[...] our [American] present system of corporate governance places the director at the center of corporate decision making and has expanded the corporation’s responsibilities to safe-guard interests broader than those of shareholders alone”. Cf.: LIPTON, Martin. Takeover bids in the target’s boardroom. **Business Lawyer**, v. 35, 1979, p. 106.

para atender ao interesse pessoal de manter seu poder, cargo e remuneração”³¹³ ³¹⁴, mas, “é possível, porém, como defendem os adeptos da preponderância dos administradores, que atuem no melhor interesse da companhia”.³¹⁵

Nesta última hipótese, entende-se, neste trabalho, por sua plena possibilidade, mas pautadas pelos princípios e deveres da administração que serão trabalhados no item 6.3.

Secchi Munhoz analisa, ainda, as primeiras decisões estadunidenses que permitiram a interferência da administração – dentro de uma perspectiva institucionalista – quanto às OPAS hostis e aplicação de instrumentos de proteção, discorrendo que:

A jurisprudência de Delaware, antes mesmo da edição da lei de 1988 [legislação do Estado de Delaware que permitiu que administradores adotassem medidas contra *takeovers*], já havia consolidado a orientação de reconhecer aos administradores a possibilidade de bloquear ofertas de aquisição de controle, impedindo sua concretização. Em 1985, a Delaware Supreme Court julgou 4 casos que definiram os princípios fundamentais na apreciação da matéria: *Smith v. Van Gorkom*, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding* e *Moran v. Household International*.

Em *Van Gorkom*, a corte rejeitou a teoria do mercado eficiente, estabelecendo que os administradores, ao decidir sobre ofertas de aquisição de controle, **não deveriam pautar-se pelo valor das ações segundo sua cotação no mercado de capitais**. Em *Unocal*, **a corte decidiu que os administradores podem, e devem, adotar medidas defensivas contra ofertas hostis, em cumprimento de seus deveres fiduciários e atuando no melhor interesse da companhia**; essas medidas defensivas, porém, estão sujeitas à revisão judicial, podendo ser afastadas, desde que verificada sua desproporcionalidade em relação à ameaça representada pela oferta [...] ³¹⁶⁻³¹⁷ (grifo nosso)

Faz-se mister abordar, no entanto, a ideia de descumprimento de referidos princípios e deveres da administração e, então, a predominância dos interesses

³¹³ MUNHOZ, 2013, op. cit., p. 208.

³¹⁴ O referido autor traz dados empíricos muito interessantes em relação ao tema. Neste sentido, aduz que “WALKING e LONG observam que as ofertas têm a maior probabilidade de receber o apoio da administração, à medida que propiciam retorno financeiro mais elevado aos administradores. Nessa mesma linha, COTTER e ZENNER concluem que quanto menor a participação acionária dos administradores, maior a possibilidade de resistência à oferta. Finalmente, HARTZELL, OFEK, EYERMACK verificam que os administradores tendem a concordar com prêmios menores para os acionistas, desde que obtenham na operação vantagens financeiras pessoais (v.g., pagamento de bônus ou transferências para cargos mais elevados da administração)”. Cf.: MUNHOZ, 2013, op. cit., p. 210.

³¹⁵ *Ibid.*, p. 208.

³¹⁶ MUNHOZ, 2013, op. cit., pp. 200-201.

³¹⁷ O autor continua discorrendo sobre os outros dois casos supramencionados – *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding* e *Moran v. Household International* – que serão oportunamente tratados abaixo, pois se referem, também, à atuação da administração em relação aos acionistas.

pessoais por trás da própria administração em se manter no poder, ou, de modo diverso, de se beneficiar no caso de uma tomada de controle hostil. No que tange a esta última, a medida de defesa mais evidente que beneficia a administração é o *golden parachute*. Neste sentido, poderia a administração da companhia simplesmente permitir a plena ocorrência da OPA, sabendo que, se concretizada, será contemplada com vultuosos benefícios.

Outrossim, pode-se falar em praticamente todos os outros instrumentos de proteção que podem ser empregados – notadamente os de *scorched earth defense* – que não afetarão, a princípio, a administração, mas sim os acionistas. A defesa do *just say no*, por exemplo, só faz sentido se o poder decisório recair ao Conselho de Administração da companhia, e a decisão de não aplicar uma *poison pill* e simplesmente rejeitar a oferta pode ter efeitos muito mais expressivos nos próprios acionistas. O mesmo ocorre com o *greenmail*.

Em uma perspectiva institucionalista, então, o que se vislumbra é uma propensão à tutela da administração, independentemente dos malefícios que isso possa trazer aos acionistas da companhia. Ressalte-se, contudo, que há evidentes ressalvas quanto ao tema, que serão abordadas abaixo. Deste modo, há, *prima facie*, permissibilidade e legitimidade para que a administração empregue os mais diversos instrumentos de proteção contra uma OPA hostil, inclusive aqueles indesejáveis pelos acionistas, desde que se pautem por critérios que dependerão de cada ordenamento jurídico.

No Brasil, no entanto, a questão não é tão simples. Mencionado alhures inúmeras vezes, o ordenamento jurídico brasileiro é muito diferente do estadunidense, notadamente no que tange aos poderes e deveres da administração e dos acionistas diante de uma OPA hostil, conforme demonstrando infra.

6.3. Os Instrumentos de Proteção dentro da Teoria do Contrato-Organização

Neste tópico, abordar-se-á mormente as medidas defensivas que são aplicáveis ao Brasil, e como se relacionam com a ideia de uma harmonia entre acionistas e administração, ambas detentoras de poderes, notadamente em meio a conflitos de interesse que possam surgir em decorrência de uma OPA hostil (i.e. desejo de maximização do *shareholder value* por parte dos acionistas, como no

contratualismo, *versus* manutenção e preservação da administração atual da companhia, como no institucionalismo).

Inicialmente, faz-se necessário continuar a impecável análise feita por Eduardo Secchi Munhoz³¹⁸ quanto às principais decisões estadunidenses que delimitaram a atuação da administração, e de seus deveres com *shareholders* e *stakeholders*, notadamente no ocorrido nos casos *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding* e *Moran v. Household International*:

[...] Em *Revlon*, ficou decidido que **os administradores não estão obrigados a atender ao interesse de curto prazo dos acionistas na apreciação de ofertas de aquisição de controle**, salvo se a decisão de venda tiver sido tomada anteriormente e a aquisição se der em dinheiro. Finalmente, em *Household* completou-se a orientação adotada em *Unocal*, decidindo-se que os administradores podem resistir às ofertas hostis até que (i) **os acionistas, por meio de eleição (*proxy fight*), substituam os administradores**, ou (ii) decisão judicial afaste o uso da *pill*, com base no critério da desproporcionalidade entre a defesa e a ameaça representada pela oferta, desenvolvido em *Unocal*. (grifo nosso)

Nos termos do supracitado, nota-se uma leve evolução na posição da jurisprudência estadunidense quanto à concessão de poderes indiscriminados por parte da administração. O que se objetivou, em verdade, foi permitir que os acionistas atuem caso verifiquem que o conselho de administração esteja agindo de modo irregular, em sua substituição, por meio das chamadas *proxy fights*. Nada obstante, o mecanismo não é da máxima aplicabilidade, considerando que a administração estadunidense geralmente é focada em *staggered boards*³¹⁹, no qual a administração possui períodos de mandatos diferentes, o que impossibilita a troca, de uma vez só, de todo o Conselho de Administração. No Brasil não se encontra o mesmo problema, considerando que os administradores podem ser destituídos a qualquer tempo, nos termos do art. 122, II da LSA.

Visando à análise dos instrumentos de proteção dentro da teoria do contrato-organização, que procura disciplinar eventuais conflitos de interesses entre acionistas e administração, buscando, em *ultima ratio*, a integridade e máximo atendimento ao interesse social por parte da companhia, faz-se necessário ressaltar alguns princípios

³¹⁸ MUNHOZ, 2013, op. cit., p. 201.

³¹⁹ Sobre isso, ressalta Secchi Munhoz que “diante dos *staggered boards*, em função dos mandatos encadeados, para obter a maioria necessária para o afastamento do boqueio imposto pelos administradores à oferta, o potencial adquirente terá, em geral, que vencer diversas eleições (duas ou três), num prazo de meses ou até de anos”. Cf.: MUNHOZ, 2013, op. cit. p. 203.

inerentes à questão, mormente aqueles relativos à harmonização entre administração e acionistas.

Primeiramente, é imprescindível mencionar os deveres da administração contidos na LSA. Nesta esteira, cita-se: (i) o dever de diligência, disposto no art. 153 da LSA, que consiste no emprego do “cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”, sendo o referido dever concebido como flexível, nos termos dos *standards*³²⁰ do *common law*; (ii) o dever contido no art. 154 da LSA, que tem como conteúdo “reconhecer que a atuação da administração é destinada à satisfação dos fins e interesses da companhia, decorrendo de tal conceito as recomendações de que os administradores busquem sempre o fim social e o interesse da companhia”³²¹; (iii) o dever de lealdade positivado no art. 155 da LSA³²², que “é uma decorrência do comportamento ético que se espera dos administradores de companhias”³²³; (iv) o art. 156 da LSA, que disciplina o conflito de interesses entre a administração e a companhia, no sentido de que é “vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia [...]”, sendo que a ideia do referido artigo se encontra intrinsecamente ligada ao interesse social³²⁴, o que é da mais basilar importância para a discussão aqui proposta; e (v) o dever de informar, contido no art.

³²⁰ Paulo Kroeff Baggio Silva e Emerson Luis Dal Pozzo discorrem que “tais *standards* – registre-se – trazem consigo um conceito aberto de conduta, atribuindo ao dever de diligência certa flexibilidade, o que se impõe à busca de informação que o administrador precisa empreender para fundamentar suas decisões, dentro de um critério de razoabilidade”. Cf.: SILVA, Paulo Kroeff Baggio; POZZO, Emerson Luis dal. **Os Deveres de Diligência, Lealdade e Sigilo dos Administradores nas Operações De M&A**. Percurso, Curitiba, v. 2, n. 17, p.1-30, 2015.

³²¹ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 323.

³²² O referido dispositivo visa coibir a atuação da administração em diversos situações, como quando usa “em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício do cargo”, omite-se “no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidade de negócio de interesse da companhia” ou adquira “para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, o que esta tencione adquirir”. O § 1º do referido dispositivo encontra especial dever de sigilo quanto às informações que a administração obteve em virtude de seus cargos, vedando qualquer forma que possam se beneficiar em virtude da referida posição.

³²³ MUNHOZ, 2019, op. cit., p. 326.

³²⁴ Neste sentido, refere-se às sempre pontuais análises de Barroso do Nascimento, que aduz “[...] o interesse social não é um interesse autônomo e desvinculado dos interesses da pluralidade dos acionistas da companhia, constituindo-se como o interesse comum dos sócios enquanto sócios e não enquanto indivíduos, com enfoque à realização do objeto”, de modo que “[...] o administrador não poderá intervir em operação social em que esteja em posição de conflito de interesses com a companhia, assim como não pode participar de deliberação quando estiver em tal situação”. Cf.: NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 328.

157 da LSA e muito bem depurado na Instrução CVM n. 358/02, de fundamental importância para o tema aqui discutido³²⁵.

Mister ressaltar, também, a ideia da neutralidade do conselho de administração (*board neutrality*)³²⁶⁻³²⁷, especialmente dentro do contexto brasileiro, conforme pontua Barroso do Nascimento no sentido de que “o sistema jurídico brasileiro adota comportamento intermediário entre os preceitos da neutralidade da administração e à lógica da intervenção absoluta dos administradores em tentativas de tomada de controle”.³²⁸

São de fundamental observância, também, os deveres previstos no art. 21 do Regulamento do Novo Mercado³²⁹, que prescrevem a necessidade de que a administração emita parecer, em até 15 (quinze) dias da publicação do edital da OPA, que deverá abordar temas como a conveniência e oportunidade da OPA quanto ao interesse da companhia, planos estratégicos do ofertante e respeito às alternativas à aceitação da OPA. É, portanto, um dever, uma obrigação, da administração em exarar o referido parecer. O parágrafo único do referido artigo traz crucial disposição, no

³²⁵ Sobre isso, Barroso do Nascimento se utiliza do exemplo do *golden parachute*, conforme já comentado neste tópico e no item 5.11 do presente trabalho. O referido autor entende que “o disposto no artigo 157 da Lei n. 6.404/76 tem muitas consequências em relação às medidas defensivas. Primeiramente, pelo disposto no § 1º, a companhia que adote medida defensiva do paraquedas dourado (*golden parachute*) utilizar opções de compra, benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, e medidas que repercutam nos contratos de trabalho de tais profissionais, uma vez que estas hipóteses estariam perfeitamente enquadradas nas alíneas “b”, “c” e “d” do artigo 157 da Lei n. 6.404/76. Cf.: NASCIMENTO, p. 331.

³²⁶ O tema já foi abordado neste trabalho, especialmente ao se referir ao art. 9, item 2, da Diretiva n. 2004/25/CE, que traz a obrigação de que a administração da sociedade, diante de uma OPA, apenas atue contrariamente à OPA hostil caso obtenha autorização prévia da assembleia-geral, com exceção da busca de outras ofertas mais vantajosas. Barroso do Nascimento ressalta que “a imposição de regras de neutralidade visa a disponibilizar os meios para que os próprios acionistas possam escolher quanto à aceitação ou rejeição da oferta pública, amigável ou hostil, sem a intervenção da administração”. Cf.: NASCIMENTO, p. 303.

³²⁷ Nada obstante o referido princípio ser aplicado na União Europeia, nos Estados Unidos há posição bastante contrária, no sentido de recomendar que a administração intervenha ou, ao menos, não se mantenha inerte diante de uma OPA hostil. Sobre o tema, o clássico caso *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, já abordado neste trabalho, trouxe a ideia de que, visando à defesa dos interesses dos acionistas e da companhia, diante de uma ameaça real, grave e racionalmente vislumbrada, “the board’s action is entitled to be measured by the standards of the business judgment rule”, sendo que “there was directorial power to oppose the Mesa tender offer, and to undertake a selective stock exchange made in good faith and upon a reasonable investigation pursuant to a clear duty to protect the corporate enterprise”. Cf.: JUSTIA US Law. **Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.**. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/493-a-2d-946-9.html>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

³²⁸ NASCIMENTO, 2019, op. cit., p. 306.

³²⁹ REGULAMENTO do novo mercado. Brasil Bolsa Balcão. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf)>. Acesso em: 05 nov. 2019.

sentido de que “o parecer do conselho de administração deve abranger a opinião fundamentada favorável ou contrária à aceitação da OPA, alertando que é de responsabilidade cada acionista a decisão final sobre a referida aceitação”. Nestes termos, resta muito bem evidente a imposição legal de harmonia entre Conselho de Administração e acionistas das companhias sujeitas às regras do Novo Mercado da B3.

Similarmente e, também, podendo ser considerado instrumento de equilíbrio entre administração e acionistas, o art. 32-D da Instrução CVM n. 361/02 traz a possibilidade – mas, ressalte-se, não a obrigatoriedade – de que o Conselho de Administração se manifeste³³⁰ de modo favorável ou contrário à aceitação da OPA.

Enfim, conclui-se diversos são os poderes e deveres da administração para com a companhia e seus acionistas diante de uma OPA. No que tange a estes, diversas são as problemáticas – com algumas soluções já apresentadas, mas que ainda podem ser mais bem trabalhadas pelo direito – de colocar tal poder decisório mormente nas mãos dos acionistas. Em relação à administração, encontram-se, atualmente, diversos dispositivos, princípios e regras que orientam sua atuação, que, se empregados corretamente, devem contribuir para a conciliação, equilíbrio e coesão dentro da companhia.

Ao se analisar medidas como a *show stopper*, a *safe harbor*, a *people pill* (com ressalvas), e, especialmente, a *white squire* e a *white knight*, encontra-se soluções que não prejudicam, *prima facie*, a administração, nem os acionistas. Ademais, são opções aplicáveis ao direito brasileiro e permitem até, quiçá, a maximização do *shareholder value* (atendendo aos preceitos contratualistas), a perpetuação e manutenção da administração (visando ao institucionalismo) o que, por fim, poderá harmonizar a companhia enquanto organização detentora de um interesse social, nos termos da teoria do contrato-organização.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

³³⁰ A referida manifestação deverá, nos termos do art. 32-D da Instrução CVM n. 361/02, (i) abordar todos os aspectos relevantes para a decisão do investidor; (ii) descrever as alterações relevantes na situação financeira da companhia objeto ocorridas desde a data das últimas demonstrações financeiras ou informações trimestrais divulgadas no mercado; e (iii) sua divulgação ao mercado por meio de sistema eletrônico na página da CVM.

Com todo o aqui exposto supra, mostrou-se que não é nada simples a matéria atinente às ofertas públicas de aquisição hostil e aos modos como uma companhia aberta pode empregar instrumentos de proteção contra elas. O tema é multifacetado, interdisciplinar e, em como muitas áreas do direito brasileiro, possui mecanismos importados de outros ordenamentos jurídicos que não foram apropriadamente adaptados, o que traz falhas e problemas quando de sua aplicação.

Primeiramente, considerando o enfoque do trabalho em justificar e racionalizar a aplicação dos instrumentos de proteção contra uma oferta pública de aquisição hostil, fez-se necessário abordar as 3 (três) principais correntes doutrinárias quanto à razão da existência da companhia: (i) a teoria contratualista, com enfoque principal no interesse do acionista e maximização do *shareholder value*; (ii) a teoria institucionalista, na qual já se percebe uma companhia mais voltada ao interesse social, mas com excesso de poder concedido à administração; e (iii) a teoria do contrato-organização, elaborada pelo brilhante professor Calixto Salomão Filho, na qual conjuga características de ambas as teorias supracitadas e busca eliminar suas falhas, tendo como principal ponto a harmonia entre acionistas e administração, visando ao atendimento pleno do interesse social que permeia a companhia.

Discorreu-se, também, quanto às formas de exercer o controle na companhia aberta – controles totalitário ou quase totalitário, majoritário, minoritário e gerencial –, passando-se à verificação de quais são as formas para que se possa, efetivamente, adquirir um controle de uma companhia (i.e. compra e venda negociada de ações, cessão do controle externo, escalada acionária, subscrição de ações, convenções de voto e, por fim, a oferta pública de aquisição).

Posteriormente, passou-se à análise quanto à regulamentação e ao quadro normativo das ofertas públicas de aquisição no Brasil, mormente com fulcro na LSA, na Instrução CVM n. 358/00 e na Instrução CVM n. 361/02, que podem ser obrigatórias (i.e., OPA por aumento de participação, OPA por cancelamento de registro e OPA por alienação de controle) ou voluntárias, gênero no qual se encontram as OPAs hostis, assim denominadas por contar com a resistência por alguma parte da companhia (administração ou acionistas).

De mesmo modo, buscou-se pincelar conceitos essenciais à regulamentação da matéria em países que têm mercados de capitais bastante avançados e dispersos (no que tange a esta última característica, diferentemente do Brasil), notadamente: (i) os Estados Unidos – que tem um sistema bastante voltando ao poder nas mãos da

administração e um vasto arsenal de instrumentos de proteção contra OPAs hostis; (ii) o Reino Unido, que regula a matéria de modo mais administrativo e, em regra, refuta a aplicação de medidas defensivas; e (iii) alguns conceitos essenciais encontrados na Diretiva 2004/25/CE, que visa trazer princípios e regras unificadoras quanto às OPAs e atuação da administração e dos acionistas dentro da União Europeia.

Com base nisso, passou-se à análise mais minuciosa de diversos instrumentos de proteção em espécie, dos quais vale citar: (i) as *poison pills* clássicas (que, conforme demonstrado, não se operam no Brasil do mesmo modo como nos Estados Unidos, em que pese poderem ter uma aplicação prática no ordenamento jurídico pátrio, i.e., bônus de subscrição e planos de opção de compra); (ii) as *Brazilian pills*, que podem ser do “Tipo A” ou do “Tipo B”, que visam à instituição de cláusulas de proteção à dispersão acionária e, como consequência, a realização da OPA estatutária; e (iii) as ofertas concorrentes, que se mostram como meio de instrumentalização de diversas outras defesas, a exemplo do *white knight* e do *white squire*. Para além dos instrumentos de proteção aqui mencionados, diversos outros foram explicados e analisados, notadamente no que toca às suas referidas aplicabilidades e validades dentro do ordenamento jurídico brasileiro.

Após tais considerações, mostrou-se possível realizar a verificação da racionalidade e da finalidade dos instrumentos de proteção à luz das teorias contratualista, institucionalista e do contrato-organização.

No que tange ao contratualismo, que encontra-se dentro da ideia do interesse do acionistas como o principal, visualizou-se que existem instrumentos de proteção que prejudicam, em muito, a ideia da maximização do *shareholder value*, a exemplo das *scorched earth defenses* e que há problemáticas – com possíveis soluções – quanto ao poder decisório nas mãos dos acionistas.

Em relação ao institucionalismo, verificou-se a problemática em colocar o poder decisório inteiramente nas mãos da administração, que pode estar permeada por interesses pessoais e que nem sempre podem visar ao melhor interesse da companhia. Nestes termos, as medidas do *golden parachute*, *greenmail*, do *just say no* e quaisquer medidas das *scorched earth defenses* seriam aplicadas pela administração indiscriminadamente e poderiam levar (i) a seu benefício próprio; ou (ii) a danos aos acionistas.

Nada obstante, o ordenamento jurídico brasileiro, notadamente na seara societária, contém uma série de princípios e regras que visam coibir tal atuação por parte da administração, de modo que pode-se vislumbrar a possibilidade de uma atuação conjunta de administração, aplicando todos os seus deveres, de acionistas, devidamente informados e cientes de todas as questões que envolvem uma OPA, para que, então, cumpra e preencha a razão por trás de toda as discussões aqui trazidas: a proteção da companhia.

Nestes termos e com todo o exposto supra, conclui-se que o ordenamento jurídico brasileiro possui um enorme substrato normativo para permitir uma atuação harmônica entre administração e acionistas diante de situações de oferta pública de aquisição hostil e aplicação de instrumentos de proteção contra uma OPA hostil de modo harmônico (*interna corporis* à companhia), visando à justificação da *raison d'être* da companhia, especialmente a partir da teoria do contrato-organização, que tem como base a exaltação do máximo interesse social.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAGÃO, Paulo César. Opções de compra de ações e bônus de subscrição. **Revista dos Tribunais**, vol. 631, p. 63, mai. 1988.

ARMOUR, John; SKEEL JR., David A. **Who Writes the Rules for Hostile Takeovers and Why?** The peculiar divergence of US and UK takeover regulation. Philadelphia: University of Pennsylvania Law School, 2007.

ASCARELLI, Tulio. Il contratto plurilaterale, in Saggi Giuridici, Milano, 1949. *Apud*: VALENZA, Fabio. **Attività negoziale e rapporto giuridico plurilaterale senza comunione di scopo**. Torino: Giappecheli, 2005. Disponível em: <www.notaiofabiovalenza.it/materiale_valenza/Capit8.pdf>. Acesso em: 16 out. 2019.

B³. Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). **1ª Edição do Ementário – Câmara de Arbitragem do Mercado**, 06 dez. 2018. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/ementario/>. Acesso em: 10 nov. 2019.

BERLE, Adolf. A; MEANS, Gardiner, C. **The Modern Corporation and Private Property**. 2nd edition. New York: Harcourt, 1967.

BERTOLDI, Marcelo Marco; RIBEIRO, Márcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial**. 10ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BORT, Julie. HP CEO Meg Whitman will get a monstrous payout if she's ever fired. *In*: **Business Insider**, mar. 31, 2015. Disponível em: <https://www.businessinsider.com/whitman-gets-51-million-if-hp-axes-her-2015-3>. Acesso em: 10 nov. 2019.

BOTHMER, L.E.. **The effect of Poison Pills on Shareholder Value**. Thesis (BSc Economics & Business - Specialisation Financial Economics) Erasmus School Of Economics, july 2018. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/a34a/e44b19bfe6e63d1e53051fa4fcec3dd93c54.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

BRAGA, João Paulo Almeida. **Estratégias defensivas em e comportamentos acionistas das empresas em situação de OPA contexto nacional**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto – 2015, p. 35. Disponível em: <<https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/7832/1/atese3.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM 36**, 23 jun. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>. Acesso em: 10 nov. 2019.

_____. Superior Tribunal de Justiça – STJ. **REsp: 917531 RS 2007/0007392-5**, Relator: Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, Data de Julgamento: 17/11/2011, T4 - QUARTA TURMA, Data de Publicação: DJe 01/02/2012.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: sociedade anônima**, 4ª ed., São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; Aragão, Leandro Santos de. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, 4ª edição. São Paulo: Saraiva, 2002, 1º volume.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de Aragão [coord.]. **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 85 *apud* NASCIMENTO, 2011, op. cit.

COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial: direito de empresa**. São Paulo: Saraiva, 2012.

COHEN, Milton H. Tender Offers and Takeover Bids. **The Business Lawyer**, vol. 23, no. 3, 1968, p. 611-620. Disponível em: <www.jstor.org/stable/40684305>. Acesso em: 10 nov. 2019.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6 ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

CORDEIRO, António Menezes. A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, n. 58.1, jan. 1998, p.133-145.

D'AGOSTINI, Daniel Corrêa. A oferta pública de ações como mecanismo de proteção à dispersão acionária: a realidade brasileira da poison pill. 2007. 59f. Monografia (Graduação em Direito). Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2007, p. 27 *apud* MARTINS NETO, Carlos. **Dispersão Acionária, Tomada Hostil de Controle e Poison Pills**: breves reflexões. Revista Semestral de Direito Empresarial – n. 5, Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

DE SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra. **A Tomada de Controle de Companhia Aberta**: A Poison Pill à Brasileira. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

DELAWARE. **The Delaware Code Online**. Delaware: 1897. Disponível em: <<http://delcode.delaware.gov/constitution/index.shtml>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

DEMOTT, Deborah A. Pac-Man Tender Offers. **Duke Law Journal**, vol. 1983, n. 1, p. 116-132, feb. 1983.

DENOZZA, Francesco. L'interesse sociale tra coordinamento e cooperazione. In: RICCI, Edoardo F. **L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders**: In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Milano: Giuffrè Editore, 2009. Disponível em: <<http://www.econometrica.it/events/2010/Denozza%20Interesse%20sociale.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2019.

DINIS, Sérgio Bastardinho de Mesquita. **OPA**: A regra da não frustração. Porto: Universidade Católica do Porto, 2015. Disponível em: <<https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/18674/1/OPA%20-%20A%20Regra%20da%20N%C3%A3o%20Frustra%C3%A7%C3%A3o.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

EIZIRIK, Nelson. A Legalidade das Poison Pills Adotadas pelas Companhias Brasileiras. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. **Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

_____, Nelson. Aquisição de controle minoritário e inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de 9 (Coord). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____, Nelson. Oferta Pública de Aquisição na Alienação do Controle de Companhia Aberta. **Revista Jurídica Empresarial**, Sapucaia do Sul: Notadez, ano 3, n. 14, 2010.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Supreme Court of Delaware. **Moran v. Household International, Inc.**, 500 A.2.d 1346, Delaware, 1985, Justice McNeilly. Disponível em: <<https://www.courtlistener.com/opinion/1488613/moran-v-household-intern-inc/>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

FORGIONI, Paula **A. Os fundamentos do antitruste**. 10 ed. rev. e atual. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

FOX, David; WOLF, Daniel E. “No Mas” to “Just Say No”? **Kirkland M&A Update**, feb. 16, 2010, p. 01. Disponível: <<https://www.kirkland.com/-/media/publications/ma-update/2010/02/ma-update-no-mas-to-just-say-no/81584a3c2ca737ab94a0cf63df647155.pdf>>. Acesso em: 05 nov. 2019.

GALGANO, Francesco. **Trattato di Diritto Civile**. Milano: Casa Editrice Dott. Anotonio Miliani, 2010.

GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, vol. 29, 2009. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1689103>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares; TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora Jurídica José Bushatsky, 1979.

IMAA. Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances. **M&A Statistics**. Disponível em: <<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>>. Acesso em: 11 nov. 2019.

JUSTIA US Law. **Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.**. Disponível em: <<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/493-a-2d-946-9.html>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

KIRCHNER, Thomas (1968). **Merger arbitrage**: how to profit from event-driven arbitrage. Second edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2016.

KPMG Corporate Finance. **Fusões e Aquisições**. 2018 – 1º Trimestre. Mergers & Acquisitions 2018 – 1st quarter. Disponível em: <<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2018/06/br-fusoes-aquisicoes-1o-trimestre-2018.pdf>>. Acesso em: 11 nov. 2019.

KUMAR, Vinod; SHARMA, Priti. **An Insight into Mergers and Acquisitions: A growth Perspective**. 1st ed. Londres: Springer Verlag, 2019.

KURP, Melissa M. Corporate Takeover Defenses after QVC: Can Target Boards Prevent Hostile Tender Offers without Breaching Their Fiduciary Duties. **Loyola University Chicago Law Journal**, vol. 26, issue 1, 1994-1995, p. 54. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/Page?men_tab=srchresults&handle=hein.journals/luclj26&id=64&size=2&collection=journals&terms=White%20Squire|white%20squire&termtype=phrase&set_as_cursor=5>. Acesso em: 10 nov. 2019.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LAUTENSCHLEGER JUNIOR, Nilson. Relato breve sobre Walter Rathenau e sua obra: "A Teoria da Empresa em Si". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 128, p. 199-223, dez. 2002. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/207709/mod_resource/content/1/rathenau.RDM.128.P199%20%281%29.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2019.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil**. O Direito. Ano 138, III, Coimbra: Almedina, 2006.

LIPTON, Martin. Takeover bids in the target's boardroom. **Business Lawyer**, v. 35, 1979.

_____, Martin. Warrant Dividend Plan, 1984. *In*: **University of Pennsylvania Law School**, 1984. Disponível em: <<https://www.law.upenn.edu/live/files/7348-a>>. Acesso em: 05 nov. 2019.

_____, Martin; ROWE, Paul K. Pills. **Polls and professors: a reply to professor Gilson**. University Center for Law and Business. New York, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=268520>. Acesso em: 09 nov. 2019.

_____, Martin; STEINBERGER, Erica H. **Takeovers and Freezouts**. New York: Law Journal Press, 2003.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Sociedades coligadas, controladores e controladas. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das companhias**, v.2. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 2034-2035.

MACEY, Jonathan R.; MCCHESENEY, Fred S. A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail. **Faculty Scholarship Series**, n. 1768, 2018.

MARTYNOVA, Martina; RENNEBOOG, Luc. A Century of Corporate Takeovers: what have we learned and what do we stand. **Journal of Banking and Finance**, ECGI, 2008.

MORAIS, Marco Solino Milhazes. **OPA Hostil: dos conflitos de interesses**. Porto: Universidade Católica do Porto, 2015.

MUNARI, Alessandro. **Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione**. Milano: Giuffrè Editore, 2011.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Direito Societário Avançado**. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2015.

_____, João Pedro Barroso do. **Medidas defensivas à tomada de controle de companhias**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas**, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2013.

PEARCE, John. A.; ROBINSON JUNIOR, Richard. Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. **Business Horizons**, n. 47/5, pp. 15-24, 2004.

PELTZ, James F. 'White Squire' Takeover Defense Proves Risky Itself. In: **AP News**, december 11, 1986. Disponível em: <<https://apnews.com/e2ee0ffed954763eec0f937787c5ffe1>>. Acesso em: 05 nov. 2019.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação do Poder de Controle Acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995.

PHAKENG, Lucky. Without Prejudice. **Sabinet African Journals**, vol. 9, Issue 9, Oct 2009.

PINTO, Leonardo Arêba. **A regulação das medidas defensivas contra aquisição hostis de sociedades anônimas**. 2017. 205 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais, Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2017.

PODILE, Venkateswararao. Corporate Restructuring and Golden Parachute. In: **International Journal of Management and Social Science Research Review**, 2015. Disponível em: <https://www.academia.edu/37185573/Corporate_Restructuring_and_Golden_Parachute?auto=download>. Acesso em: 10 nov. 2019.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Aquisições Obrigatória nas S.A.: Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REGULAMENTO do novo mercado. Brasil Bolsa Balcão. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202019\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202019).pdf)>. Acesso em: 05 nov. 2019.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, 2º volume, 29ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

RIOS, Maite. A inaplicabilidade da golden parachute no Brasil como medida defensiva preventiva contra a tomada hostil de controle e a análise hipotética de seu uso sob a luz do descumprimento dos deveres fiduciários da administração. **Mirage – LLM Direito Societário**, 2015. Disponível em:

<<http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1235>>. Acesso em: 05 nov. 2019.

RIPERT, Georges. Aspectes Juridiques du Capitalisme Moderne, 1951 *Apud* LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2017, op. cit.

RITTER, James F. Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. **Virginia Law Review**, vol. 72, n. 4, p. 851-877, may. 1986, p. 876. Disponível em:

<https://www.jstor.org/stable/1072912?read-now=1&seq=27#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 10 nov. 2019.

ROCHMAN, Ricardo Ratner. **Modelo de maximização de valor em um ambiente de incertezas e restrições operacionais**: uma aplicação da teoria das restrições aliada a teoria de opções reais. Tese (Doutorado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração e Empresas de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em:

<<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2470/1200501722.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

RONALD, J. Gilson. Just Say No to Whom?. **25 Wake Forest L. Rev.**121, 1990.

Disponível em: <https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/988>. Acesso em: 10 nov. 2019.

RUN. Repositório Universidade Nova. **Hitzelberger Annex**,. 2017. Disponível em:

<https://run.unl.pt/bitstream/10362/26192/2/Hitzelberger_Annex_2017.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2019.

RYNGAERT, M. (1988). The effect of poison pill securities on shareholder wealth. **Journal of Financial Economics**, 20(C), 377–417.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **A sociedade unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995.

_____, Calixto. Novo Estruturalismo Jurídico: Uma alternativa para o Direito?. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 926, n. 101, p. 533-547, dez. 2012.

_____, Calixto. **O novo direito societário**, 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____, Calixto. **Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito Societário – Desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SILVA, Alexandre Couto (coord.). **Direito Societário**: 35 anos da Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2012.

_____, Alexandre Couto. **Responsabilidade dos Administradores de S/A**: business judgment rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SILVA, Paulo Kroeff Baggio; POZZO, Emerson Luis dal. **Os Deveres de Diligência, Lealdade e Sigilo dos Administradores nas Operações De M&A**. Percurso, Curitiba, v. 2, n. 17, p.1-30, 2015.

SLATER, Robert, 1943. **The titans of takeover**: includes Boesky insider trading scandal. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, c1987.

SPERCEL, Thiago. Aquisições Hostis: Até quando resistir? **Pinheiro Neto Advogados**. Migalhas de Peso. jan. 2007.

TESTA, Pedro, The Mandatory Bid Rule in the European Community and in Brazil: A Critical View **SSRN Journal**. August 2006. Disponível: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=943089>. Acesso em: 10 nov. 2019.

THE ECONOMIST. **Mergers and acquisitions**. 06 jan. 2011. Disponível em: <<https://www.economist.com/economic-and-financial-indicators/2011/01/06/mergers-and-acquisitions>>. Acesso em: 11 nov. 2019.

THOMSON, Kevin; FRIDMAN, Richard. Canada: When "No" Means "Maybe" — The State Of The "Just Say No" Defence In Canada. *In*: **Mondaq. Connecting knowledge & people**, mar. 29 2011. Disponível: <<http://www.mondaq.com/canada/x/127060/M+A+Private%20equity/When+No+Means+Maybe+The+State+Of+The+Just+Say+No+Defence+In+Canada>>. Disponível em: 10 nov. 2019.

UNIÃO EUROPEIA. **Diretiva n. 2004/25/CE**, 2004. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:PT:PDF>>. Acesso em: 10 nov. 2019.

Unsolicited Bid Definition. Apr. 25. 2019. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/u/unsolicited-bid.asp>>. Acesso em: 09 nov. 2019.

VARGAS, Alexandre Trejos. **Benefício particular no voto de cláusulas de proteção à dispersão acionária ("brazilian pills")**. Monografia (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <<https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/30798/30798.PDF>>. Acesso em: 10 nov. 2019

VAZ, Ernesto Luis Silva; NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Poderes da administração na oferta hostil de aquisição de controle no direito comparado (medidas defensivas e poison pills). *In*: AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA,

Novaes. **Direito Societário Contemporâneo I**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

VELASCO, Julian. The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill. **The Journal of Corporation Law**, v. 27, n. 3, 2002.

ZANINI, Carlos Klein. A Poison Pill brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. *In*: ADAMEK, Marcelo Viera Von (Coord.). **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011.